



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

FAKULTA PODNIKATELSKÁ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

ÚSTAV FINANCÍ

INSTITUTE OF FINANCES

**STANOVENÍ HODNOTY OBCHODNÍHO PODNIKU
VÝNOSOVOU METODOU**

RETAIL FIRM VALUATION BY USING INCOME CAPITALIZATION APPROACH

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. Jana Polačková

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

Ing. Michal Karas, Ph.D.

BRNO 2017

Zadání diplomové práce

Ústav: Ústav financí
Studentka: **Bc. Jana Polačková**
Studijní program: Ekonomika a management
Studijní obor: Účetnictví a finanční řízení podniku
Vedoucí práce: **Ing. Michal Karas, Ph.D.**
Akademický rok: 2016/17

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů a se Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně zadává diplomovou práci s názvem:

Stanovení hodnoty obchodního podniku výnosovou metodou

Charakteristika problematiky úkolu:

Úvod
Cíle práce a metody zpracování
Teoretická východiska ohodnocení podniku
Strategická a finanční analýza podniku
Prognóza generátorů hodnoty a finanční plán
Náklady kapitálu
Návrh výsledného ocenění
Závěr
Seznam použité literatury
Přílohy

Cíle, kterých má být dosaženo:

Cílem práce je stanovit hodnotu podniku s použitím metody DCF entity. Za tímto účelem provede studentka finanční analýzu za posledních 5 let, dále strategickou analýzu a sestaví finanční plán, provede odhad diskontní sazby a sestaví výsledné ocenění.

Základní literární prameny:

DAMODARAN, A. Damodaran on valuation. 2nd ed. Hoboken: Wiley, 2006. 696 s. ISBN 978-0-4-1-75121-2.

KISLINGEROVÁ E. Oceňování podniku. 2. vydání Praha, C.H.Beck, 2001. 365s. ISBN 80-7179-5-9-1.

KRABEC, T. Oceňování podniku a standardy hodnoty. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, a.s, 2009. 264 s. ISBN 978-247-2865-0.

MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku. 3. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

ZALAI, K. a kol. Finančno-ekonomická analýza podniku. 7. vyd. Bratislava: Sprint dva, 2010. 446 s. ISBN 978-80-89393-15-2

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2016/17

V Brně dne 28.2.2017

L. S.

prof. Ing. Mária Režňáková, CSc.
ředitel

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.
děkan

Abstrakt

Diplomová práca sa zameriava na stanovenie hodnoty obchodnej spoločnosti Koruna, s. r. o. pomocou výnosových metód, diskontovaných peňažných tokov entity a ekonomickej pridanej hodnoty. Práca je rozdelená do dvoch hlavných častí. V prvej časti sú vymedzené základné teoretické východiská práce a druhá časť sa venuje praktickej aplikácii poznatkov na konkrétny podnik. Praktická časť obsahuje strategickú a finančnú analýzu a aplikáciu výnosových metód, ktorej výsledkom je stanovenie hodnoty k 1. 1. 2016.

Abstract

The master's thesis focuses on retail company Koruna, s. r. o. valuation by using income-based methods of discounted cash flows of an entity and economic value added. The thesis is divided into two main parts. The first part defines the theoretical basis of the thesis and the second part deals with the practical application of knowledge to the specific company. The practical part contains strategic and financial analysis and application of income-based methods which leads to the determination of the company's value to the 1. 1. 2016.

Kľúčové slová

stanovenie hodnoty podniku, obchodný podnik, výnosové metódy ocenenia, strategická analýza, finančný analýza, generátory hodnoty, finančný plán, priemerné vážené náklady kapitálu, diskontované peňažné toky, ekonomická pridaná hodnota

Key words

firm valuation, retail firm, income-based methods, strategic analysis, financial analysis, value drivers, financial plan, weight average cost of capital, discounted cash flows, economic value added

Bibliografická citace práce

POLAČKOVÁ, J. *Stanovení hodnoty obchodního podniku výnosovou metodou*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2017. 115 s. Vedoucí diplomové práce Ing. Michal Karas, Ph.D.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracovala jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušila autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 24. května 2017

.....

podpis studenta

Pod'akovanie

Na tomto mieste by som sa veľmi rada pod'akovala vedúcemu mojej diplomovej práce Ing. Michalovi Karasovi, Ph.D. za jeho cenné rady, pomoc a celkové odborné vedenie pri vypracovaní tejto diplomovej práce.

Obsah

Úvod	10
Ciele práce a metódy spracovania	11
1 Teoretické východiská práce	13
1.1 Podnik ako predmet ocenenia	13
1.2 Hodnota podniku	14
1.2.1 Trhová hodnota	15
1.2.2 Subjektívna (investičná) hodnota	17
1.2.3 Objektivizovaná hodnota	17
1.2.4 Kolínska škola	20
1.3 Postup pri ocenení podniku	21
1.3.1 Zber vstupných údajov	21
1.3.2 Strategická analýza	22
1.3.3 Finančná analýza	26
1.3.4 Rozdelenie aktív na prevádzkovo potrebné a nepotrebné	29
1.3.5 Analýza a prognóza generátorov hodnoty	30
1.3.6 Finančný plán	33
1.3.7 Ocenenie výnosovou metódou diskontovaného cash flow	34
1.3.8 Ekonomická pridaná hodnota	43
2 Praktická časť	45
2.1 Popis vybranej spoločnosti	45
2.2 Strategická analýza	46
2.2.1 Vymedzenie relevantného trhu	46
2.2.2 Vonkajší potenciál	48
2.2.3 Odborové okolie podniku	56
2.2.4 Vnútorný potenciál	59

2.2.5	Prognóza tržieb	62
2.3	Finančná analýza	66
2.3.1	Vertikálna a horizontálna analýza súvahy a výkazu ziskov a strát	66
2.3.2	Analýza pomerových ukazovateľov	71
2.3.3	Súhrnné indexy	76
2.4	Zhrnutie vo forme SWOT matice	78
2.5	Rozdelenie majetku	79
2.6	Generátory hodnoty	81
2.6.1	Zisková marža	81
2.6.2	Pracovný kapitál	84
2.6.3	Dlhodobý majetok a investície	86
2.6.4	Analýza rentability prevádzkovo nutného investovaného kapitálu	89
2.7	Predbežné ocenenie	91
2.8	Finančný plán	92
2.8.1	Finančná analýza plánu	95
2.9	Náklady kapitálu	97
2.10	Výnosové ocenenie metódou DCF entity	99
2.11	Výnosové ocenenie metódou EVA	101
2.12	Záver	103
	Zoznam použitej literatúry	105
	Zoznam skratiek a symbolov	108
	Zoznam použitých tabuliek	110
	Zoznam použitých obrázkov	114
	Zoznam použitých grafov	114
	Zoznam príloh	115

Úvod

Problematica stanovenia hodnoty podniku je v súčasnosti čoraz aktuálnejšou témou. Dôvodov pre ocenenie podniku môže byť viacero, ako napr. predaj resp. nákup podniku, spojovanie či splynutie spoločností alebo tiež likvidácia spoločnosti. Ocenenie môže byť taktiež cielené pre rôzne subjekty, ako napr. potenciálneho investora, banku alebo samotný manažment podniku.

Celkový proces ocenenia pozostáva z množstva krokov, ktoré na seba nadväzujú a vzájomne sa podporujú. To znamená, že pre dosiahnutie čo najvernejšieho výsledku ocenenia by oceňovateľ nemal žiaden krok vynechať. Výsledné hodnoty ocenenia môžu byť viaceré: trhovú, subjektívnu, objektivizovanú hodnotu alebo ich kombinácie. Idea najrealistickejšieho ocenenia však predpokladá úplne objektívny prístup, čo pri ocenení akýmkoľvek znalcom nie je možné. Preto každý výsledok ocenenia obsahuje určitú mieru subjektivismu. Podporou dobrého ocenenia spoločnosti sú však verejne zistiteľné fakty, ktoré jednotlivé kroky znalca objektívne zdôvodňujú.

Pre účely tejto diplomovej práce budeme stanovovať objektivizovanú hodnotu podniku, ktorá sa snaží čo najviac priblížiť ideálnemu oceneniu. Hodnotu stanovíme pomocou dvoch výnosových metód, a to diskontovaného cash flow (DCF) entity a ekonomickej pridanej hodnoty (EVA). Predmetom ocenenia bude maloobchodná spoločnosť Koruna, s. r. o..

Ciele práce a metódy spracovania

Hlavným cieľom tejto diplomovej práce je stanovenie objektivizovanej hodnoty maloobchodnej spoločnosti Koruna, s. r. o. k 1. 1. 2016 pre majiteľov podniku. Objektivizovaná hodnota bude stanovená výnosovými metódami DCF entity a EVA.

Dielčie ciele práce sú:

- zhodnotenie výnosového potenciálu podniku do budúcnosti na základe strategickej analýzy, ktorá zahŕňa nasledovné ciele:
 - analýza vonkajšieho potenciálu – národného hospodárstva prostredníctvom SLEPT analýzy a odborového okolia podniku prostredníctvom Porterovho modelu,
 - analýza vnútorného potenciálu prostredníctvom analýzy faktorov úspešnosti 7S a
 - prognóza tržieb podniku,
- preverenie finančného zdravia podniku pomocou finančnej analýzy, v rámci ktorej sú cieľmi:
 - vertikálna a horizontálna analýza účtovných výkazov,
 - analýza pomerových ukazovateľov,
 - prepočet súhrnného indexu – Altmanov model pre nevýrobné podniky,
- zhrnutie zistených skutočností prostredníctvom SWOT matice,
- analýza a prognóza generátorov hodnoty
- zostavenie finančného plánu výkazu ziskov a strát, súvahy a výkazu peňažných tokov,
- stanovenie nákladov kapitálu prostredníctvom modelu CAPM.

V tejto diplomovej práci sú použité nasledovné metódy spracovania:¹

- **Literárna rešerš** – prehľad súčasnej literatúry o danej téme je použitý v teoretickej časti práce.

¹ POKORNÝ, J. Úspešnosť zaručena, s. 48-54

- **Analýza** – ide o rozklad skúmaného objektu na dielčie časti, ktoré sú podrobené ďalšiemu skúmaniu vo vzájomných súvislostiach. Metóda analýzy je použitá pri strategickej a finančnej analýze, a taktiež pri analýze generátorov hodnôt.
- **Syntéza** – vyjadruje zhrnutie jednotlivých skúmaných častí do jedného celku. Syntéza je použitá pri vyhodnocovaní jednotlivých skutočností ako napr. určenie výnosového potenciálu, stanovenie jednotlivých prognóz a v konečnom dôsledku celkové výsledné ocenenie. Istá formu zhrnutia, a teda syntézy je použitá aj pri tvorbe SWOT matice.
- **Komparácia** – je porovnávanie jednotlivých objektov skúmania. Komparácia je použitá v strategickej a finančnej analýze pri porovnávaní podniku s konkurenciou.
- **Indukcia** – vyvodenie všeobecného záveru na základe jednotlivých faktov.
- **Dedukcia** – odvodenie nových tvrdení z iných platných výrokov pri dodržovaní pravidiel logiky. Indukcia a dedukcia sa vyskytuje naprieč celou praktickou časťou práce.
- **Historická metóda** – je založená na poznaní, analyzovaní a pochopení historického vývoja skúmaného objektu. Táto metóda je použitá napr. pri finančnej analýze alebo pri analýze generátorov hodnoty.
- **Logicko-systematická metóda** – vychádza zo základných poznatkov, ku ktorým pridáva nové fakty a závery a tie opäť analyzuje a pripája ďalšie závery, až kým nedosiahne hľadaný cieľ. Je použitá vo viacerých častiach práce, napr. pri analýze a prognóze generátorov hodnoty, resp. pri celom procese ocenenia.
- **Matematicko-štatistické metódy** – umožňujú presné vyjadrenie javov a vzťahov medzi nimi prostredníctvom univerzálneho matematického jazyku. V práci sú použité pri výpočtoch jednotlivých častí ocenenia pomocou programu Excel. V rámci prognózy tržieb sú použité špeciálne štatistické metódy – regresná a korelačná analýza.

1 Teoretické východiská práce

1.1 Podnik ako predmet ocenenia

Obchodný zákonník definuje podnik v §5 nasledovne:

„Podnikom sa na účely tohto zákona rozumie súbor hmotných, ako aj osobných a nehmotných zložiek podnikania. K podniku patria veci, práva a iné majetkové hodnoty, ktoré patria podnikateľovi a slúžia na prevádzkovanie podniku alebo vzhľadom na svoju povahu majú tomuto účelu slúžiť.“²

Z tejto definície nám vyplýva, že podnik tvorí zmysluplný komplex hmotného a nehmotného majetku, ktorého neoddeliteľnou súčasťou je taktiež ľudský faktor, tj. pracovná sila so svojimi znalosťami a skúsenosťami.

Tento hmotný a nehmotný majetok musí každý podnikateľ nejako zabezpečiť. Preto každý podnik pri vykonávaní svojej činnosti využíva rôzne druhy záväzkov, ktoré však uvedená definícia nezachytuje. Pri oceňovaní musíme zohľadniť aj tento faktor.

Podnik by sme mali teda vnímať ako funkčný celok slúžiaci na realizáciu podnikania. Základnú funkciu podniku môžeme nájsť v Obchodnom zákonníku v definícii podnikania:

„Podnikaním sa rozumie sústavná činnosť vykonávaná samostatne podnikateľom vo vlastnom mene a na vlastnú zodpovednosť za účelom dosiahnutia zisku.“³

Z toho vyplýva, aby mohol byť podnik podnikom, musí splniť svoj základný účel, a teda dosahovať zisk. Z toho môžeme taktiež vyvodiť prioritu výnosových metód pri oceňovaní podniku.⁴

V Slovenskej republike sa oceňovaním podniku zaoberá vyhláška ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky o stanovení všeobecnej hodnoty majetku⁵, ktorá ustanovuje metódy a postupy stanovenia všeobecnej hodnoty znalcom.

² Zákon č. 513/1991 Zb., Obchodný zákonník, §5

³ Zákon č. 513/1991 Zb., Obchodný zákonník, §2

⁴ MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 15-16

⁵ Vyhláška č. 492/2004 Z.z., slov-lex.sk, 2010

1.2 Hodnota podniku

Hlavným cieľom tejto diplomovej práce je stanoviť hodnotu podniku. Čo si ale predstaviť pod pojmom hodnota podniku? Definície a vymedzenia v legislatíve často zvädzajú k mylnému spojeniu majetku podniku s predstavou iba jeho fyzickej existencie. Každý si vie pod majetkom predstaviť hmotné veci ako budovy, pozemky, stroje či zariadenia, ktoré sa dajú relatívne ľahko oceniť. Pri stanovení hodnoty podniku avšak nejde primárne o fyzické aspekty majetku, ale prioritne sa zohľadňuje právo spojené s použitím tohto majetku. To znamená, mať prostredníctvom vlastníckeho práva úžitok. Podnik by mal byť teda schopný prinášať úžitok a generovať istý výnos v súčasnosti aj v budúcnosti.⁶

Od oceňovateľa sa očakáva, že určí objektívnu hodnotu podniku. No niečo ako objektívna hodnota podniku vo svojej podstate neexistuje. Schopnosť statku uspokojovať potreby definuje úžitkovú hodnotu, ktorá je subjektívna, čiže individuálna pre každého konkrétného vlastníka.

Hodnotu v ekonomickom slova zmysle môžeme chápať ako vzťah medzi určitým subjektom a objektom za predpokladu racionálneho chovania. Vychádzame z toho, že ľudské potreby nemajú žiadne hranice, ale zdroje k ich uspokojovaniu už svoje obmedzenia majú. Z titulu nedostatku zdrojov potom môže byť statok predmetom výmeny, v rámci ktorej dochádza ku vyjednávaniu. Úžitková hodnota preto nie je hodnotou konečnou, ale ústi k výmennej hodnote vyjadrenej v peniazoch, ktorá následne vedie k trhovej cene.

Hodnota podniku je teda daná očakávanými budúcimi príjmami (buď na úrovni vlastníkov alebo na úrovni všetkých investorov do podniku, tj. vlastníkov aj veriteľov) prevedenými (diskontovanými) na ich súčasnú hodnotu.⁷

⁶ KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku, s. 9-10

⁷ MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 20

Z uvedeného môžeme vyvodit' nasledovné závery:⁸

- Hodnota nie je objektívna vlastnosť podniku, ale v zásade ide len o odhad hodnotiteľa, ktorý je jeho subjektívnym názorom a vierou v budúcnosť podniku. To všetko je následne vyjadrené v peňažných jednotkách.
- Keďže nemôžeme hovoriť o objektívnosti, tak neexistuje ani jednoznačný algoritmus na určenie hľadanej hodnoty.
- Hodnota bude závislá na subjekte, ktorý ju určuje a na účele ocenenia.

Podľa toho, čo chceme ocenením zistiť, môžeme rozlíšiť niekoľko základných kategórií hodnoty podniku, ktoré odpovedajú na otázky:⁹

- Koľko je ochotný za podnik zaplatiť priemerný záujemca na trhu?
- Akú má podnik hodnotu z pohľadu konkrétneho kupujúceho?
- Akú hodnotu môžeme považovať za najmenej spornú?

Podľa týchto praktických otázok sa následne vyvinuli 4 základné prístupy k oceňovaniu podniku:¹⁰

1. trhovú hodnotu,
2. subjektívna hodnota (tj. investičná hodnota),
3. objektivizovaná hodnota,
4. komplexný prístup na základe Kolínskej školy.

1.2.1 Trhová hodnota

Trhová hodnota vychádza z predstavy, že existuje trh s podnikmi, na ktorom vystupuje väčšie množstvo predávajúcich a kupujúcich, ktorí vytvárajú podmienky pre vznik trhovej ceny.

Definícia trhovej hodnoty:

„Trhová hodnota je odhadnutá čiastka, za ktorú by mal byť majetok vymenený k dátumu ocenenia medzi ochotným kupujúcim a ochotným predávajúcim pri transakcii medzi

⁸ MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 20

⁹ Tamtiež, s. 21

¹⁰ Tamtiež, s. 22

samostatnými a nezávislými partnermi po náležitom marketingu, v ktorom by obe strany jednali informovane, rozumne a bez nátlaku.“¹¹

Vysvetlenie definície:¹²

- Odhadnutá čiastka predstavuje pre predávajúceho najlepšiu rozumne dostupnú cenu na trhu, a naopak pre kupujúceho najvýhodnejšiu rozumne dostupnú cenu na trhu.
- Keďže ide o odhad, nie o reálnu predajnú cenu, tak je iba predpoklad, že dôjde ku výmene za očakávanú trhovú cenu.
- Stanovená trhová hodnota je časovo obmedzená kvôli neprestajným zmenám na trhu, ktoré by mohli skresliť jej výpovednú hodnotu.
- Kupujúci a predávajúci sú motivovaní k obchodu, ale nie sú k nemu donútení. Taktiež sú primerane informovaní ako o stave majetku, tak aj o trhových podmienkach a tieto znalosti samozrejme rozumne využívajú.
- Transakcia prebieha medzi stranami, ktoré nie sú v nijakom blízkom alebo zvláštnom vzťahu, ako napr. materská a dcérska spoločnosť.
- Majetok by mal byť na trhu vystavený dostatočne dlho na to, aby ho zaznamenal zodpovedajúci počet potenciálnych kupujúcich, a teda aby bola zaň získaná najlepšia rozumná cena.

Pojem trhovej hodnoty predpokladá cenu zjednanú na voľnom konkurenčnom trhu. Samotný proces oceňovania vyžaduje, aby oceňovateľ urobil adekvátny prieskum trhu, získal všetky významné dáta a zohľadnil všetky súvisiace fakty. Pri najčastejšej metóde oceňovania, výnosovej, je dôležité aby finančný plán, projekcia výnosov a diskontná miera aspoň čiastočne vychádzali z trhových údajov.

Z hľadiska ekonomickej teórie by mala byť trhová hodnota odhadom rovnovážnej ceny na trhu, tzn. ceny, pri ktorej sa stretáva ponuka s dopytom. Teória rovnovážnej ceny predpokladá rozvinutý fungujúci trh, kde dostatočné množstvo subjektov obchoduje s homogénnym statkom. V skutočnosti, v ktorej neexistuje dostatočne fungujúci trh je veľmi komplikované, ba priam nemožné určiť trhovú hodnotu ako bodový odhad. Preto

¹¹ MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 22

¹² Tamtiež, 23-24

sa pri reálnom pohľade na vec používa skôr intervalový odhad trhovej ceny. Avšak pri oceňovaní podniku pracujeme s veľmi obmedzeným trhom, pri ktorom môžeme dospieť ku takým veľkým intervalom, že prínos daného odhadu bude minimálny.

Trhová hodnota vychádza z existencie fungujúceho alebo aspoň čiastočne fungujúceho trhu. Je ale sporné hovoriť v našich podmienkach o existencii trhu s podnikmi, a to aj keď vezmeme do úvahy trh s akciami. Na týchto trhoch sa obchoduje iba s menšou časťou obmedzeného počtu podnikov. Podnik je v skutočnosti jedinečný jav, ktorý väčšinou nezodpovedá pravdepodobnej cene na trhu, ale jeho hodnota sa skôr odráža od názoru oceňovateľa. Takú hodnotu môžeme potom nazvať subjektívna alebo investičná hodnota podniku.¹³

1.2.2 Subjektívna (investičná) hodnota

Ako sme už spomenuli, subjektívna hodnota, ako aj jej názov napovedá, vychádza z individuálneho názoru účastníkov transakcie, napr. kupujúceho, ktorý je daný očakávanými budúcimi úžitkami z majetku. Táto hodnota sa označuje aj ako investičná a predstavuje hodnotu majetku pre konkrétneho investora alebo skupinu investorov, ktorí majú určité investičné ciele.

Základné charakteristiky investičnej hodnoty sú:¹⁴

- Budúce peňažné toky sú založené v rozhodujúcej miere na predstave manažérov oceňovaného podniku, prípadne investora. Stanovujú sa na základe podkladov poskytnutých podnikom, z ktorých ide hlavne o finančný plán.
- Diskontná miera sa stanovuje na základe alternatívnych možností investora.

Za protiklad ku subjektívnej hodnote môžeme považovať objektivizovanú hodnotu.

1.2.3 Objektivizovaná hodnota

Subjektívnu hodnotu si vie vypočítať každý finančne vzdelanejší vlastník alebo investor sám. Pre odhadcov je preto výhodnejšie vychádzať z objektívnejšej predstavy

¹³ MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 24-26

¹⁴ Tamtiež, s. 27

hodnoty, ktorú je schopný určiť jedine profesionál. No ako sme už vyššie spomenuli pojem objektívna hodnota podniku neexistuje, preto začali odhadcovia pracovať s pojmom objektivizovaná hodnota. Je to hodnota budúcich výnosov z hľadiska vlastníka, ktorú môžeme nezávisle preskúmať. Táto hodnota by mala byť postavená na všeobecne uznávaných údajoch a pri jej výpočte by sa mali dodržať isté zásady a požiadavky. Cieľom je dospieť ku najviac reprodukovateľnému oceneniu.¹⁵

Pri oceňovaní podniku v rámci tejto diplomovej práce budeme odhadovať práve objektivizovanú hodnotu.

Zásady pre jej výpočet sú:¹⁶

- predpoklad, že podnik bude pokračovať v činnosti v nezmenenom podnikovom koncepte,
- zohľadnenie všetkých realistických očakávaní v rámci možností trhu, tzn. pri možných šanciach a rizikách na trhu,
- zohľadnenie finančných možností a ďalších vplyvov pôsobiacich na podnik a jeho hodnotu,
- zdôraznenie nezávislosti budúcich finančných prebytkov na individuálnych možnostiach konkrétneho vlastníka, inak povedané, vyzdvihnutie potenciálu, ktorý má podnik k rozhodujúcemu dňu ocenenia.
- Podnikový plán a jeho rastové očakávania by mali byť v súlade s prognózami odvoditeľnými z údajov trhu a informácií z danej oblasti.
- Keďže sú pri stanovení objektivizovanej hodnoty relevantné aj osobné dane, tak ďalšou zásadou je účelové typizovanie daňovej záťaže podľa toho, z akého dôvodu sa ocenenie vykonáva.
- Keďže ide o ocenenie na základe výnosovej sily podniku k rozhodujúcemu dňu, pri ocenení sa nezohľadňujú možné, ale doposiaľ nezavedené investície alebo desinvestície alebo opatrenia nezachytené v podnikovom pláne a finančné prebytky, ktoré by z toho plynuli. Zohľadnia sa len opatrenia, ktoré sú už zavedené alebo zdokumentované v podnikovom koncepte.

¹⁵ MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 27-28

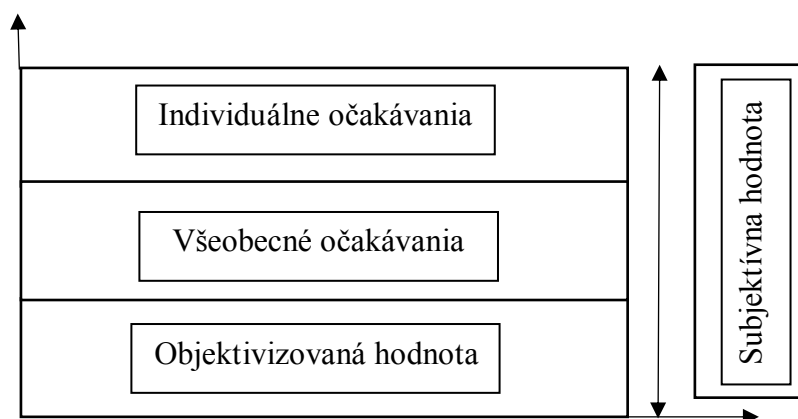
¹⁶ Tamtiež, s. 28

Koncepcia objektivizovanej hodnoty: ¹⁷

1. stupeň – Berú sa do úvahy len všeobecne uznávané skutočnosti, relevantné ku dňu ocenenia. Tento stupeň vyjadruje základ, ktorý tvorí dolnú hranicu hodnoty podniku.
2. stupeň – Prihliada sa aj ku faktom, ktoré sú všeobecne známe, ale majú dosah účinku v budúcnosti, a preto ich pôsobnosť nemusí byť jednoznačná.
3. stupeň – Až v tomto stupni sa môžu premietnuť do ocenenia subjektívne hľadiská, ako pri subjektívnej hodnote.

Celkový pohľad na koncepciu objektivizovanej hodnoty nám taktiež môže priblížiť nasledujúci obrázok.

Obrázok 1: Vzťah objektivizovanej a subjektívnej hodnoty (Zdroj: MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 29)



Z uvedených definícií vyplýva, že objektivizovaná hodnota je istý minimálny základ pre stanovenie hodnoty podniku. Avšak v skutočnosti realizované ceny pri transakciách bývajú častokrát vyššie ako znalcami určená objektivizovaná hodnota.

O istú syntézu uvedených postupov sa pokúša Kolínska škola.

¹⁷ MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 28-29

1.2.4 Kolínska škola

Kolínska škola zastáva názor, že ocenenie by malo vychádzať z toho, akú funkciu prináša konečnému užívateľovi. Rozoznáva niekoľko základných funkcií, ako napr.:¹⁸

- **Daňovú** – ako podklad pre daňové účely.
- **Komunikačnú** – pre komunikáciu s verejnosťou, predovšetkým s bankami a investormi.
- **Poradenskú** – Zmyslom tejto funkcie je poskytnúť informácie o
 - maximálnej cene – hraničná hodnota kupujúceho a
 - minimálnej cene – hraničná hodnota predávajúceho.

Tieto hraničné hodnoty vymedzujú priestor pre cenové vyjednávanie. (Podmienkou je vyššia hraničná hodnota kupujúceho než hraničná hodnota predávajúceho.) Sú individuálne pre každého účastníka transakcie, a preto sú pre druhú stranu neznáme.

- **Rozhodcovskú** – Túto hodnotu stanovuje nezávislý rozhodca, ktorý by mal aspoň odhadnúť hraničné hodnoty účastníkov transakcie a následne nájsť spravodlivú hodnotu, resp. jej rozpätie. Je viazaná na konkrétne zúčastnené strany.
- **Argumentačnú** – hľadanie argumentov pre zlepšenie pozície. Slúži ako podklad pre jednanie.

Všetky zmienené teórie hodnoty majú svoje opodstatnenie a každá z nich sa hodí na inú situáciu. Ako sme už viackrát spomenuli, zvolenie správnej kategórie hodnoty závisí od konkrétneho účelu, pre ktorý chceme hodnotu stanoviť. V každom prípade by malo byť jasne definované z akého dôvodu ocenenie vzniká, aká kategória hodnoty sa použije a k akému dátumu bude hodnota platiť.

Dôvody pre stanovenie hodnoty podniku je možné rozdeliť podľa toho, či podnet k oceneniu vychádza z vlastnej iniciatívy podniku, z dôvodu externého finančného výkazníctva alebo zo zákonnej povinnosti prípadne zmluvných vzťahov. Pri odhadoch trhovej či objektivizovanej hodnoty je nutné štandardizovať jednotlivé kroky

¹⁸ MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 30-32

ocenenia, aby bolo možné postup a vierohodnosť odhadu overiť. Zatiaľ čo pri trhovej hodnote je potrebné overiť kvalitu dát čerpaných priamo z trhu, v prípade objektivizovanej hodnoty postačuje použiť metodicky správny výpočet. V podmienkach kontinentálnej Európy je vhodnejšie pristupovať k normatívne definovanej objektivizovanej hodnote, pretože vo väčšine prípadov je trhovú hodnotu nezistiteľná.¹⁹

1.3 Postup pri ocenení podniku

Postup oceňovania by mal bez ohľadu na metódu, ktorú použijeme vychádzať zo strategickej a finančnej analýzy podniku. Tieto analýzy nám pomôžu zhodnotiť celkový stav podniku, jeho postavenie na trhu, konkurenčnú silu a celkovú schopnosť dlhodobo prežiť a tvoriť hodnotu.

Celkový postup ocenenia môžeme vo všeobecnosti zhrnúť do nasledujúcich bodov:²⁰

1. Zber vstupných údajov
2. Analýza údajov
 - a. Strategická analýza
 - b. Finančná analýza
 - c. Rozdelenie aktív podniku na prevádzkovo potrebné a nepotrebné
 - d. Analýza a prognóza generátorov hodnoty
 - e. Orientačné ocenenie na základe generátorov hodnoty
3. Zostavenie finančného plánu
4. Ocenenie
 - a. Voľba metódy
 - b. Ocenenie podľa zvolených metód
 - c. Súhrnné ocenenie

1.3.1 Zber vstupných údajov

Základom pre každé ocenenie sú vstupné údaje, ktoré nám to umožnia. Čím viac údajov o firme, trhu, konkurencii a celého okolia podniku máme, tým relevantnejšie

¹⁹ KRABEC, T. Oceňování podniku a standardy hodnoty, s. 214-215

²⁰ MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 53

ocenenie vieme vyvodiť. Samozrejme nie všetky informácie sú dostupné alebo ľahko získateľné, a taktiež sa odlišuje ich relevancia s ohľadom na účel ocenenia.

Pre analýzu potrebujeme **základné údaje** o podniku, tzn. právnu formu, predmet podnikania, rozdelenia právnych podielov, základnú štruktúru, údaje o histórii podniku a pod. Ďalším dôležitým zdrojom sú **ekonomické údaje**, tzn. účtovné výkazy za posledných 3-5 rokov, výročné správy, správy audítorov, podnikové plány (ak existujú). Taktiež nesmieme zabúdať na informácie o relevantnom trhu, konkurencii, odbyte a marketingu, výrobe, dodávateľoch či pracovníkoch.²¹

Všetky tieto informácie definujú skúmaný podnik, jeho postavenie na trhu a perspektívy do budúcnosti. Na základe týchto poznatkov môžeme podľa možností, čo najspoľahlivejšie určiť výslednú hodnotu podniku. Pred samotným vyčíslením tejto hodnoty musíme najskôr zanalyzovať daný podnik a jeho okolie.

1.3.2 Strategická analýza

Jedným z najdôležitejších vstupov pre vierohodné ocenenie, ktorému sa bohužiaľ v praxi nevenuje dostatočná pozornosť je strategická analýza. Jej hlavnou funkciou je posúdiť celkový výnosový potenciál podniku, ktorý pozostáva z vonkajšieho a vnútorného potenciálu. Vonkajší potenciál je následne definovaný šancami a rizikami podnikateľského prostredia, resp. relevantného trhu. Vnútorný potenciál vychádza zo schopnosti využívať tieto šance a čeliť rizikám na trhu. V závislosti na tieto schopnosti vnútorný potenciál vyjadruje silné a slabé stránky podniku a predovšetkým či má podnik nejakú konkurenčnú výhodu na trhu.

Strategická analýza by nám mala odpovedať na otázky, či má podnik dlhodobú perspektívu, následne aký bude vývoj trhu, konkurencie a hlavne podnikových tržieb a aké sú riziká spojené s podnikom.²²

Analýza vonkajšieho potenciálu

Na začiatku strategickej analýzy by sme si mali jednoznačne vymedziť o aký trh sa vlastne jedná. Je dôležité určiť správnu šírku trhu, v ktorom skúmaná spoločnosť

²¹ MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 54-56

²² Tamtiež, s. 56-57

pôsobí. Pri veľmi úzkych trhoch je niekedy problematická dostupnosť údajov, a preto musíme pre ďalšie analýzy zvoliť trh širší.

Po vymedzení trhu môžeme prejsť ku analýze vonkajšieho prostredia definovaného špecifikami národného hospodárstva, ktoré vplyvajú na daný trh, kde podnik pôsobí, a teda aj na samotný podnik. Zhrnúť vplyv národného hospodárstva môžeme prostredníctvom **SLEPT analýzy**, ktorá skúma sociálne, legislatívne, ekonomické, politické a technologické faktory.

Následne by sme mali prejsť ku podrobnejšej **kvalitatívnej analýze**, ako napr. atraktivite daného trhu, ktorá by nám mala priblížiť šance a riziká spojené s daným trhom. Kritériá atraktivity sú pre každý trh špecifické a mali by vychádzať hlavne z dopytu a možností predaja. Do úvahy prichádzajú nasledujúce kritériá:²³

- **Rast trhu** – prináša väčšie príležitosti aj pre rast podniku, ale je spojený s vyšším rizikom (udržanie pozície je investične náročné).
- **Veľkosť trhu** – väčší trh je výhodnejší (úspory z rozsahu).
- **Intenzita konkurencie** – čím silnejšia, tým menšia šanca na prežitie malých podnikov.
- **Rentabilita, substitúcie, bariéry** – priemerná rentabilita bude tým vyššia, čím väčšie sú bariéry vstupu a nižšia možnosť substitúcie.
- **Citlivosť trhu na konjunktúru**
- **Štruktúra a charakter zákazníkov** – najvýhodnejšie je, keď je zákazníkov viac a majú menšiu citlivosť na zmenu ceny.

Bližším, odborovým okolím podniku sa zaoberal **Porter**, podľa ktorého sú pravidlá konkurencie, a to v ktoromkoľvek odvetví obsiahnuté v piatich dynamických konkurenčných faktoroch: vstup nových konkurentov, hrozba nových substitútov, vyjednávací sila odberateľov, vyjednávací sila dodávateľov a súperenie medzi existujúcimi konkurentmi. Pôsobenie týchto piatich faktorov potom rozhoduje o výnosnosti daného odvetvia.²⁴

²³ MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 59-64

²⁴ PORTER, M. E. Konkurenční výhoda, s. 22-24

Na kvalitatívnu analýzu by mala nadväzovať **prognóza vývoja trhu** prípadne jeho segmentov. Prognóza a jej postup závisí od toho, akú kategóriu hodnoty stanovujeme. Pri subjektívnom ocenení vychádza prognóza z individuálneho názoru oceňovateľa a naopak pri objektivizovanom ocenení vychádza predovšetkým zo súčasného stavu. Trhové ocenenie sa opiera o názory zastávané odbornou verejnosťou.

Keďže príslušné výhľady nespracováva žiadna odborná organizácia, musí túto analýzu zostaviť sám oceňovateľ. Východiskom pre prognózu by mala byť analýza hlavných faktorov, ktoré vplývajú na vývoj trhu a ktoré zverejňujú oficiálne inštitúcie. Okrem národohospodárskych ukazovateľov ako HDP, celková priemyselná výroba či spotreba, môže ísť aj o všeobecné faktory dopytu ako ceny, počet obyvateľov a príjmy na obyvateľa alebo faktory špecifické ako napr. spotrebné zvyklosti a módné trendy.²⁵

Na stanovenie prognózy oceňovateľom by sa mali vybrať vhodné faktory v závislosti od situácie s použitím vhodných štatistických metód, ako napr. analýzy časových radov a ich extrapolácie, jednoduchej a viacnásobnej regresnej analýzy. Mimo štatistických metód môžeme odhadovať budúci vývoj na základe porovnania so zahraničím. Výsledná prognóza bude potom zostavená kombináciou zmienených postupov alebo im obdobnými. Oceňovateľ by sa však nemal mechanicky spoliehať iba na výsledky regresnej analýzy. Výsledná prognóza by sa mala ešte rozumne posúdiť a prípadne mierne upraviť. Na záver prognózy je ešte vhodné určiť predpoklad vývoja trhu v ďalšom období, ktorý slúži ako základ pre projekciu tržieb oceňovaného podniku.²⁶

Analýza vnútorného potenciálu

Analýza vnútorného potenciálu sa zaoberá analýzou konkurenčnej výhody, a taktiež skúma vnútorné prostredie podniku. Hlavným cieľom analýzy konkurenčnej sily je odhad vývoja trhových podielov oceňovaného podniku do budúcnosti. Základom je stanoviť súčasný trhový podiel podniku. Najčastejšou metódou je kvalifikovaný odhad podielu tržieb podniku na súčte produkcie na danom trhu. Ďalším potrebným krokom je identifikácia hlavných konkurentov. Výsledkom by malo byť zhrnutie základných parametrov o ich hospodárení.²⁷

²⁵ MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 68

²⁶ Tamtiež, s. 69

²⁷ Tamtiež, s. 74-77

Na základe týchto informácií môžeme analyzovať vnútorný potenciál a konkurenčnú silu oceňovaného podniku. Potenciál podniku pramení z toho, do akej miery je podnik schopný využiť šance plynúce z trhu a ako dokáže čeliť konkurencii a možným hrozbám.

Vnútorné prostredie podniku môžeme preskúmať prostredníctvom analýzy faktorov 7S, ktoré podmieňujú úspech podniku. Medzi tieto faktory patria:²⁸

1. **Stratégia podniku** – obvykle vychádza z vízie a poslania spoločnosti. Hierarchia stratégií sa odvíja od corporate (podnikateľskej) stratégie, na ktorú nadväzujú business (obchodná) stratégia a na najnižšej úrovni funkčné stratégie.
2. **Organizačná štruktúra** – môže byť líniová, funkcionálna, líniovo-štábná, divizionálna alebo maticová.
3. **Systém riadenia** – resp. informačné systémy používané v podniku.
4. **Štýl riadenia** – môže byť autoritatívny, demokratický alebo laissez-faire.
5. **Spolupracovníci**
6. **Schopnosti** – kvalifikácia manažérov i zamestnancov.
7. **Zdieľané hodnoty** – firemná kultúra.

Konečným výsledkom analýz vnútorného a vonkajšieho okolia podniku sú silné a slabé stránky podniku a príležitosti a hrozby súvisiace s podnikom, ktoré môžeme spracovať prostredníctvom SWOT matice. SWOT maticu môžeme následne doplniť o údaje zistené vo finančnej analýze.

Prognóza rastu tržieb podniku

Na základe uskutočnených analýz trhu, prognózy vývoja trhu a posúdenia vnútorného potenciálu podniku a jeho konkurenčnej sily získame východiskový odhad tempa rastu tržieb oceňovaného podniku. Toto tempo rastu je vhodné porovnať s doterajším tempom za predchádzajúce roky a následne ho upraviť, resp. zdôvodniť odlišnosti.²⁹

²⁸ SMEJKAL, V. RAIS, K. Řízení rizik ve firmách a jiných organizacích, s. 40

²⁹ MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 94

Pri ďalšom postupe ocenenia podniku sa nezaobídeme bez dôležitého nástroja finančného riadenia, finančnej analýzy, ktorej sa venuje nasledujúca kapitola.

1.3.3 Finančná analýza

Výsledkom finančnej analýzy pre účely ocenenia by malo byť preverenie finančného zdravia podniku a vytvorenie základu pre zostavenie finančného plánu, z ktorého sa vyvodzuje výnosová hodnota.³⁰

Finančná analýza môže byť v zásade dvojaká, a to ex post a ex ante. Analýza ex post sa snaží vysvetliť súčasnú finančno-ekonomickú situáciu podniku prostredníctvom pohľadu do minulosti. Na základe nej môžeme pochopiť súčasnosť, a taktiež formulovať rôzne opatrenia pre budúcnosť. No skúmané výsledky už nie je možné meniť. Analýza ex ante má za úlohu vývoj finančných výsledkov predvídať a prognózovať finančnú budúcnosť podniku.³¹

Analýza účtovných výkazov

Hlavným zdrojom informácií pre finančnú analýzu je účtovná závierka, ktorá pozostáva zo základných účtovných výkazov – súvaha, výkaz ziskov a strát a výkaz peňažných tokov (cash flow). Rozborom týchto výkazov sa zaoberá fundamentálna analýza.

Súvaha zachytáva stavové veličiny k určitému dátumu. Informuje o výške a štruktúre majetku vo forme aktív a o vlastníctve tohto majetku prostredníctvom pasív. Pre účely oceňovania je potrebné veličiny porovnať s viacerými obdobiami, aby sa mohli analyzovať určité tendencie vývoja.

Výkaz ziskov a strát je tokový výkaz, ktorý hodnotí hospodárenie s majetkom a jeho efektívnosť. Pre oceňovateľa je dôležité zistiť, ktoré položky sa najviac podieľajú na výkonoch, a následne to porovnať s obdobnými podnikmi. Taktiež treba zistiť do akej miery sú výsledky hospodárenia manipulované a do akej miery zodpovedajú skutočnosti.

Výkaz peňažných tokov (cash flow) je pre posúdenie finančnej situácie najdôležitejší, no rada podnikov ho napriek tomu využíva len v obmedzenej miere.

³⁰ MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 96

³¹ ZALAJ K. a kol. Finančno-ekonomická analýza podniku, s. 61

Podáva súhrnný prehľad o tom, ako podnik v danom období peňažné prostriedky získaval a na čo ich používal. Môže byť zostavený priamou (rozdiel príjmov a výdavkov) alebo nepriamou metódou (spätná úprava výsledku hospodárenia).

Analýzu účtovných výkazov môžeme rozdeliť na horizontálnu a vertikálnu analýzu. **Horizontálna analýza** je založená na práci s údajmi v riadkoch, čiže porovnáva homogénne výsledky, ktoré sa líšia časom. Sleduje určitý vývoj, trend ukazovateľov za viacero období a následne ho zdôvodňuje. Na druhej strane **vertikálna analýza** pracuje s údajmi v stĺpcoch. To znamená, že analyzuje podiely jednotlivých položiek na celku, resp. štruktúru zvolenej veličiny. Najznámejším pravidlom, ktoré sa hodnotí pri analýze výkazov je zlaté bilančné pravidlo, podľa ktorého je prípustné použiť na krytie neobežného majetku len také finančné zdroje, ktoré má podnik dlhodobo k dispozícii. Ak dlhodobé zdroje preyšujú výšku dlhodobého majetku, podnik je prekapitalizovaný. Táto preyšujúca čiastka sa nazýva čistý pracovný kapitál, ktorý slúži na pokrytie určitej časti obežného majetku, ako napr. trvalej potreby zásob.³²

Analýza pomerových ukazovateľov

Pomerové ukazovatele môžeme rozdeliť na ukazovatele:³³

- likvidity,
- zadlženosti,
- rentability,
- aktivity.

Ukazovatele likvidity vypovedajú o schopnosti podniku hradiť svoje záväzky.

- Okamžitá likvidita (likvidita 1. stupňa)

$$L1 = \frac{\text{krátkodobý finančný majetok}}{\text{krátkodobé záväzky celkom}}$$

- Pohotová likvidita (likvidita 2. stupňa)

$$L2 = \frac{\text{krátkodobý finančný majetok} + \text{krátkodobé pohľadávky}}{\text{krátkodobé záväzky celkom}}$$

- Bežná likvidita (likvidita 3. stupňa)

³² ZALAJ K. a kol. Finančno-ekonomická analýza podniku, s. 66-67

³³ Tamtiež, s. 81-93

$$L3 = \frac{\text{krátkodobý finančný majetok} + \text{krátkodobé pohľadávky} + \text{zásoby}}{\text{krátkodobé záväzky celkom}}$$

Ukazovatele zadlženosti monitorujú štruktúru finančných zdrojov v spoločnosti a informujú o dlhodobej finančnej rovnováhe.

- Stupeň samofinancovania = $\frac{\text{vlastný kapitál (vlastné imanie)}}{\text{celkový kapitál}}$
- Stupeň zadlženosti = $\frac{\text{cudzí kapitál (záväzky)}}{\text{celkový kapitál}}$
- Finančná páka = $\frac{\text{aktíva}}{\text{vlastný kapitál}}$
- Krytie úrokov = $\frac{\text{zisk pred zdanením} + \text{úroky}}{\text{úroky}}$
- Platobná neschopnosť = $\frac{\text{krátkodobé záväzky}}{\text{krátkodobé pohľadávky}}$
 - ak je $> 1 \rightarrow$ primárna platobná neschopnosť
 - ak je $< 1 \rightarrow$ sekundárna platobná neschopnosť (lepšia, podnik neplatí, pretože mu iní viac dlhujú)
- Krytie dlhodobého majetku = $\frac{\text{dlhodobé zdroje}}{\text{dlhodobý majetok}} \rightarrow$ Ukazovateľ vypovedá o dodržaní zlatého bilančného pravidla.
- Tokové zadlženie (doba splácania dlhov) = $\frac{\text{záväzky} - \text{likvidné prostriedky}}{CF}$

Ukazovatele rentability vyjadrujú výnosnosť podnikovej činnosti.

- Rentabilita aktív (ROA) = $\frac{\text{Výsledok hospodárenia}}{\text{aktíva}}$
- Rentabilita celkového kapitálu (ROI) = $\frac{VH \text{ pred zdanením} + \text{nákladové úroky}}{\text{celkový kapitál}}$
- Rentabilita vlastného kapitálu (ROE) = $\frac{VH \text{ po zdanení}}{\text{vlastný kapitál}}$
- Rentabilita tržieb (ROS) = $\frac{VH \text{ po zdanení}}{\text{tržby}}$

Ukazovatele aktivity umožňujú analyzovať, či podnik účinne využíva svoj majetok.

- Doba obratu zásob = $\frac{\text{zásoby}}{\text{priemerné denné tržby}}$
- Doba obratu (inkasa) pohľadávok = $\frac{\text{pohľadávky}}{\text{priemerné denné tržby}}$
- Doba splatnosti záväzkov = $\frac{\text{záväzky}}{\text{priemerné denné náklady}}$

- $\text{Obrat aktív} = \frac{\text{tržby}}{\text{aktíva}}$

Syntetický pohľad na finančné zdravie podniku

Je takmer vylúčené aby bol podnik mimoriadne dobrý vo všetkých ukazovateľoch. Najčastejšie sa kombinujú dobré a horšie výsledky v rôznych oblastiach. Záver finančnej analýzy by však mal byť jednoznačný a mal by odpovedať na otázku, či je podnik schopný dlhodobo existovať. V prípade slušných vyhliadok je splnená dôležitá podmienka výnosových metód. V opačnom prípade sa ocenenie zúži len na likvidačnú hodnotu. Konečný verdikt finančnej analýzy môže byť stanovený na základe skúseností analytika alebo pomocou zvoleného algoritmu, napr. bodovacou metódou. Ďalšou možnosťou je použitie súhrnných indexov, ako napr. Altmanovho modelu, ktorý je založený na sledovaní štatistických dát z ekonomickej praxe. Tieto súhrnné indexy vyjadrujú celkovú finančnú dôveryhodnosť podniku.³⁴

1.3.4 Rozdelenie aktív na prevádzkovo potrebné a nepotrebné

Prevádzkovo potrebné resp. nutné aktíva sú tie, ktoré podnik potrebuje pre svoje základné podnikateľské zameranie. Pri oceňovaní by mala platiť zásada, že ak je to len trochu možné, mali by sa aktíva podniku rozdeliť na prevádzkovo nutné a nenutné. Zároveň by mali byť vyradené výnosy a náklady súvisiace s prevádzkovo nenutnými aktívami. Rozdelenie aktív môžeme zdôvodniť napr. tým, že nepotrebné aktíva prinášajú odlišné riziká od hlavnej prevádzky, neplynú z nich žiadne alebo len veľmi malé príjmy a celkovo k oceňovaniu týchto dvoch skupín aktív pristupujeme odlišne. Medzi najčastejšie prevádzkovo nepotrebné aktíva patria: krátkodobý finančný majetok (prebytok nad prevádzkovo nutnú úroveň), dlhodobý finančný majetok (podľa prepojenosti s hlavnou činnosťou) a všetky nehnuteľnosti, pohľadávky alebo majetok, ktoré nesúvisia s hlavnou činnosťou podniku. Pri vylúčení aktív, ktoré nesúvisia s hlavným predmetom činnosti podniku, musíme následne vylúčiť aj náklady a výnosy spojené s týmto majetkom. Takto upravený výsledok hospodárenia budeme označovať ako korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia a bližšie ho rozoberieme v ďalšom texte.³⁵

³⁴ MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 109-110

³⁵ Tamtiež, s. 118-123

1.3.5 Analýza a prognóza generátorov hodnoty

Generátormi hodnoty sa rozumie súbor základných veličín, ktoré určujú hodnotu podniku. Medzi najdôležitejšie patria: tržby, prevádzková zisková marža, investičná činnosť, diskontná miera a doba životnosti podniku.³⁶

Tržby a ich prognóza do budúcnosti sú výsledkom strategickej analýzy. Táto prognóza však môže byť upravená napr. kapacitnými možnosťami alebo úvahami o potrebných investíciách v najbližšom období.

K výpočtu **prevádzkovej ziskovej marže** potrebujeme korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia. Ten dostaneme upravením klasického prevádzkového výsledku hospodárenia z výkazu ziskov a strát. Úpravy by sa mali týkať odstránenia položiek, ktoré nesúvisia s hlavnou činnosťou podniku, ako napr. zisky z predaja majetku alebo odpisy budov, ktoré nesúvisia s hlavným podnikaním. Naopak niektoré náklady alebo výnosy z finančnej činnosti súvisiace s hlavnou činnosťou môžeme pripočítať. Prevádzkovú ziskovú maržu potom dostaneme delením korigovaného prevádzkového výsledku pred zdanením (resp. aj pred odpismi) tržbami.³⁷

Prognózu ziskovej marže môžeme dosiahnuť dvomi spôsobmi.³⁸

- a) **Zhora** – Pri tomto postupe vypočítame korigované prevádzkové výsledky hospodárenia a z nich odvodené ziskové marže za minulé obdobia. Následne maržu a faktory, ktoré na ňu pôsobia podrobíme analýze v súlade s konkurenčnou pozíciou podniku. Na základe úvah odhadneme budúce hodnoty ziskovej marže.
- b) **Zdola** – V tomto prípade najskôr uskutočníme prognózu hlavných aj menej významných nákladových a výnosových položiek. Ziskovú maržu potom získame z prognózy tržieb a korigovaného prevádzkového zisku, ktorý dostaneme rozdielom prognózovaných nákladov a výnosov v budúcom období.

Tieto dva prístupy sa môžu svojim výsledkom vzájomne líšiť, a preto je vhodné ich porovnať a upraviť predchádzajúce odhady tak, aby sa výsledky nakoniec rovnali.

³⁶ MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 125-126

³⁷ Tamtiež, s. 123

³⁸ Tamtiež, s. 127-129

Pre stanovenie výslednej prognózy sú veľmi dôležité hlavné faktory pôsobiace na maržu. Medzi základné patria konkurenčná štruktúra, osobné náklady, prípadne ostatné prevádzkové náklady. Najhlavnejší faktor, ktorý zásadne ovplyvňuje podiel pridanej hodnoty na tržbách, a tým aj ziskovú maržu je intenzita konkurencie. Intenzitu konkurencie môžeme stanoviť na základe analýzy odborového okolia podniku, ktorou sa zaoberá Porterov model piatich konkurenčných síl.³⁹

Investičnú činnosť môžeme rozdeliť na investície do pracovného kapitálu a investície do dlhodobého majetku.

Pracovný kapitál sa pre účely oceňovania chápe trochu inak ako v prípade finančnej analýzy, kde je to rozdiel medzi obežnými aktívami a krátkodobým cudzím kapitálom. Ako už bolo pri rozdelení aktív spomenuté, tak aj pracovný kapitál pozostáva len z veličín prevádzkovo nutných. Druhou odlišnosťou od finančnej analýzy je, že od obežného majetku nebudeme odčítať krátkodobý cudzí kapitál, ale neúročený cudzí kapitál. Zmyslom je odstrániť taký kapitál, pre ktorý nie sme schopní stanoviť náklady. Pri prognóze vývoja pracovného kapitálu musíme najskôr analyzovať náročnosť výkonov na jeho jednotlivé zložky v minulosti. Väzbu medzi výkonmi a položkami je možné najlepšie vyjadriť vo forme doby obratu položiek v dňoch. Tým pádom vyššia doba obratu bude znamenať aj vyššiu náročnosť výkonov na jednotlivé položky pracovného kapitálu. Následne sa opäť analyzujú faktory, ktoré na náročnosť výkonu pôsobia a vzápätí sa určia predpoklady vývoja zistených faktorov do budúcnosti. Výsledkom analýz by mala byť zdôvodnená prognóza vývoja pracovného kapitálu.⁴⁰

Medzi najťažšie časti v rámci analýzy generátorov hodnoty patrí posúdenie investícií do **dlhodobého majetku**. Pri plánovaní investičnej činnosti je vhodné opäť vychádzať z analýzy minulosti. Ak majú investície do majetku priebežný charakter môžeme použiť globálny prístup, pri ktorom vypočítame koeficient náročnosti tržieb na investície.⁴¹

$$k = \frac{\text{investície do prevádzkovo nutného dlhodobého majetku brutto}}{\text{tržby}}$$

³⁹ MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 128-132

⁴⁰ Tamtiež, s. 132-136

⁴¹ Tamtiež, s. 136-137

Tento koeficient má vysokú mieru porovnateľnosti, takže ho môžeme vypočítať aj pre konkurenčné alebo podobné podniky.

Pri nepravidelných investíciách by mal oceňovateľ vychádzať z konkrétnych investičných plánov spoločnosti. Ďalším prístupom k plánovaniu investícií je porovnanie s odpismi. Investície by v tomto prípade nemali byť nižšie ako odpisy majetku.⁴²

Na základe analýzy a prognózy generátorov hodnoty môžeme stanoviť **predbežné ocenenie** prostredníctvom voľných peňažných tokov (FCF).⁴³

$$FCF_t = T_{t-1} * (1 + g) * r_{ZM} * (1 - d) - T_{t-1} * g * (k_{\Delta\check{C}PK} + k_{\Delta DM})$$

$$k_{\Delta\check{C}PK} = \frac{\Delta\check{C}PK}{\Delta T}$$

$$k_{\Delta DM} = \frac{\Delta DM}{\Delta T}$$

- T – tržby,
- g – tempo rastu tržieb,
- r_{ZM} – prevádzková zisková marža,
- d – sadzba dane z korigovaného VH,
- $k_{\Delta\check{C}PK}$ – koeficient náročnosti rastu tržieb na pracovný kapitál,
- $k_{\Delta DM}$ – koeficient náročnosti rastu tržieb na dlhodobý majetok,
- t – rok.

Vzorec vyjadruje korigovaný prevádzkový zisk po dani po odpočítaní investície do pracovného kapitálu a dlhodobého majetku.

Výnosovú hodnotu podniku ako celku následne dostaneme diskontovaním voľných peňažných tokov podľa výpočtu.⁴⁴

$$H_b = \frac{FCF_t}{i_k - g}$$

- i_k – diskontná miera.

⁴² MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 136-138

⁴³ Tamtiež, s. 147

⁴⁴ Tamtiež, s. 147

1.3.6 Finančný plán

Pri použití niektorej z výnosových metód je vhodné pre oceňovaný podnik zostaviť kompletný finančný plán. V rámci bežného riadenia podniku býva finančný plán súčasťou podnikového plánu, resp. jeho vyústením. Je tvorený viacerými navzájom prepojenými plánmi. Celkovo sa skladá sa z troch hlavných finančných výkazov:⁴⁵

- výsledovka,
- súvaha,
- výkaz peňažných tokov.

Oceňovateľ sa väčšinou pri tvorbe finančného plánu nezaobíde bez konzultácie s vedením podniku. Ak je ale cieľom ocenenia trhovú alebo objektivizovaná hodnota, nie je vhodné automaticky prebrať finančný resp. podnikový plán zostavený manažmentom podniku. Za konečnú verziu plánu by mal byť v každom prípade zodpovedný sám oceňovateľ.

Východiskom pre finančný plán sú už analyzované generátory hodnoty, ktoré tvoria základný predpoklad na jeho zostavenie. Aby ale boli plánované finančné výkazy kompletne, treba ich ešte doplniť o niekoľko informácií, ako napr.:⁴⁶

- plán financovania (splátky úverov, navýšenie vlastného kapitálu a pod.),
- doplnenie menej významných položiek a položiek nesúvisiacich s hlavnou činnosťou podniku,
- výplaty dividend alebo podielov na zisku a
- formálne dopočty.

Po zostavení finančného plánu podniku by mal oceňovateľ urobiť finančnú analýzu tohto plánu, ktorá by mala nadväzovať na celkovú finančnú analýzu podniku. Analýza by potom mala potvrdiť alebo zmeniť výsledky strategickej a finančnej analýzy o perspektívach podniku. Taktiež by mala poskytnúť informácie pre analýzu rizika pri stanovovaní diskontnej miery.⁴⁷

⁴⁵ MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 149

⁴⁶ Tamtiež, s. 150-151

⁴⁷ Tamtiež, s. 156-157

1.3.7 Ocenenie výnosovou metódou diskontovaného cash flow

Ocenenie na základe analýzy výnosov vychádza z poznatku, že hodnota statku je daná očakávaným úžitkom jeho majiteľa. V prípade ocenenia podniku sú týmto úžitkom očakávané výnosy. Medzi základné výnosové metódy ocenenia môžeme zaradiť:⁴⁸

- metódu diskontovaného cash flow (DCF),
- metódu kapitalizovaných čistých výnosov,
- metódu ekonomickej pridanej hodnoty (EVA),
- kombinované výnosové a majetkové metódy.

Pre účely tejto diplomovej práce budeme odhadovať objektivizovanú hodnotu podniku základnou výnosovou metódou diskontovaného cash flow entity. Táto metóda presne odráža definíciu hodnoty podniku ako statku, pretože peňažné toky predstavujú reálne vyjadrenie úžitku z držaného statku.

Oceňovanie diskontovaním peňažných tokov vychádza z predpokladu, že hodnota aktíva je súčasnou hodnotou očakávaných voľných peňažných tokov plynúcich z tohto aktíva.⁴⁹

Vďaka globalizácii investičných procesov sa v súčasnosti metóda DCF rozširuje aj na územie kontinentálnej Európy, no najviac je rozšírená v USA a Veľkej Británii. Pre jej výpočet existujú tri základné techniky:⁵⁰

- metóda „entity“ – výpočet v dvoch krokoch:
 - 1. krok → diskontovaním peňažných tokov ako pre vlastníkov, tak aj pre veriteľov dostaneme hodnotu podniku ako celku (hodnota brutto),
 - 2. krok → od hodnoty brutto odpočítame hodnotu cudzieho kapitálu – získame hodnotu vlastného kapitálu (hodnota netto),
- metóda „equity“ – diskontovaním peňažných tokov len pre vlastníkov vypočítame priamo hodnotu vlastného kapitálu podniku,

⁴⁸ MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 163

⁴⁹ DAMODARAN, A. Damodaran on valuation, s. 27

⁵⁰ MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 164-165

- metóda „APV“ (adjusted present value – upravená súčasná hodnota) – výpočet v dvoch krokoch:
 - 1. krok → súčtom hodnoty podniku pri nulovom zadlžení a súčasnej hodnoty daňových úspor z úrokov dostaneme hodnotu podniku ako celku brutto,
 - 2. krok → odčítaním cudzieho kapitálu od hodnoty brutto získame hodnotu netto.

V praxi sa môžeme bežne stretnúť s metódami entity a equity, metóda APV je už obvyklá menej. Za základný spôsob výpočtu DCF môžeme považovať metódu entity. Túto metódu použijeme aj pri ocenení nami skúmaného podniku.

V rámci odhadu hodnoty metódou DCF vychádzame hlavne z poznatkov, už zistených prostredníctvom strategickej a finančnej analýzy a zdôvodneného finančného plánu. Pri postupe výpočtu si musíme v prvom rade vymedziť peňažný tok a následne z neho vybranými prepočtovými technikami odvodiť výnosovú hodnotu. Pri vymedzovaní peňažného toku je najdôležitejšou determinantou investovaný kapitál, ktorý reprezentuje podnik ako celok – entitu.⁵¹

Investovaný kapitál

Investovanému kapitálu sme sa už z časti venovali pri rozdeľovaní majetku a pri generátoroch hodnoty. Teraz si ho rozoberieme podrobnejšie. Pri definovaní investovaného kapitálu budeme vychádzať z pracovného kapitálu, ktorý predstavuje časť dlhodobého kapitálu určeného na investovanie obežných aktív. Pre účely zistenia investovaného kapitálu, musíme ale klasický výpočet pracovného kapitálu modifikovať. Postup výpočtu sa bude odlišovať tým, že od obežných aktív neodpočítame krátkodobé bankové úvery, ale len neúročené záväzky. Táto odlišnosť je nutná preto, aby sme z obežných aktív vylúčili tie dlhy, ktorých náklady sú ťažko zistiteľné, ako napr. záväzky z obchodného styku, záväzky voči spoločníkom, záväzky voči zamestnancom, záväzky zo sociálneho zabezpečenia a zdravotného poistenia, daňové záväzky a dotácie, krátkodobé prijaté zálohy a pasívne položky časového rozlíšenia. S takto upraveným

⁵¹ MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 165

pracovným kapitálom môžeme následne dopočítať výsledný investovaný kapitál, ktorý je nutné opäť rozdeliť na prevádzkovo nutné a nenutné položky:⁵²

- prevádzkovo nutný investovaný kapitál:
 - prevádzkovo nutný upravený pracovný kapitál,
 - prevádzkovo nutné dlhodobé aktíva,
- celkový investovaný kapitál:
 - prevádzkovo nutný investovaný kapitál,
 - neprevádzkové aktíva.

Voľné cash flow (FCF)

Pre potreby ocenenia metódou DCF entity je treba definovať tzv. voľné cash flow, ktoré je východiskom produkcie peňazí v podniku ako pre vlastníkov, tak pre veriteľov. Niekedy sa v prípade metódy DCF entity používa aj špecifickejšie označenie peňažné toky do firmy (FCFF=free cash flow to firm). Hlavnou výhodou tohto prístupu je, že zahŕňa aj náklady a výnosy z pôžičiek. Na druhej strane zameranie sa na CF pred splatenými dlhmi, môže niekedy znamenať prehliadnutie problémov podniku s reálnym prežitím. Napríklad ak by boli dlhy pre veriteľov vyššie ako FCFF, metóda entity to neodhalí.⁵³ Schéma jeho výpočtu pomocou nepriamej metódy je nasledovná:⁵⁴

Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia pred daňami

- Upravená daň z príjmu

= **Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia po daniach**

+ Odpisy

+ Ostatné náklady, ktoré nie sú výdajmi v bežnom období

= **Predbežný peňažný tok z prevádzky**

- Investície do upraveného prevádzkovo nutného pracovného kapitálu

- Investície na obstaranie prevádzkovo nutného dlhodobého majetku

⁵² MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 165-169

⁵³ DAMODARAN, A. Damodaran on valuation, 193-209

⁵⁴ MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 170

= Voľný peňažný tok (FCFF)

Ako už bolo spomenuté pri analýze generátorov hodnoty korigovaný výsledok hospodárenia vychádza z prevádzkového výsledku hospodárenia z výsledovky, ktorý je upravený o náklady a výnosy jednorazové resp. nesúvisiace s prevádzkovým majetkom. Na druhej strane berie do úvahy finančné výnosy, výnosové úroky a finančné náklady súvisiace s hlavnou prevádzkou podniku. Investície potrebné pre výpočet FCFF najlepšie zistíme z už vypočítaného prevádzkovo nutného investovaného kapitálu, ktorý je vyjadrený v zostatkových hodnotách ku koncu roka. Výpočet bude potom podľa vzťahov:⁵⁵

$$I_{netto\ t} = K_t - K_{t-1}$$

$$I_{brutto\ t} = K_t - K_{t-1} + O_t$$

- $I_{netto\ t}$ – rozširovacie investície do prevádzkovo nutného investovaného kapitálu,
- $I_{brutto\ t}$ – celkové investície (obnovovacie a rozširovacie do prevádzkovo nutného investovaného kapitálu,
- K_t – prevádzkovo nutný investovaný kapitál ku koncu roku t ,
- O_t – odpisy v roku t .

Výpočet hodnoty podniku metódou DCF entity

Prepočet hodnoty podniku metódou DCF entity pozostáva z dvoch krokov:⁵⁶

1. **Celková hodnota podniku H_b** = výnosová hodnota prevádzkovo nutného investovaného kapitálu. Zistíme ju diskontovaním peňažných tokov plynúcich z hlavnej prevádzky podniku.
2. **Výnosová hodnota vlastného kapitálu.** Celkovú hodnotu znížime o výšku úročených dlhov a pričítame hodnotu neprevádzkových aktív.

Pri určovaní celkovej hodnoty podniku väčšinou uvažujeme, že daný podnik bude fungovať donekonečna (predpoklad „going concern“), a preto sa pri výpočte hodnoty v praxi využíva rozdelenie existencie podniku na dve fázy – **dvojfázová metóda**. Prvá

⁵⁵ MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 171-175

⁵⁶ Tamtiež, s. 177

fáza zahŕňa prognózu FCFF pre jednotlivé roky, ktorú dokáže oceňovateľ zostaviť. Druhá fáza je potom od skončenia prvej fázy donekonečna, označuje sa ako pokračujúca hodnota. Hodnota podniku sa potom vypočíta nasledovne:⁵⁷

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T}$$

- T – dĺžka 1. fázy v rokoch,
- PH – pokračujúca hodnota
- i_k – diskontná miera

A) Fáza prognózy

Určenie dĺžky obdobia prvej fázy je veľmi problematické. K jeho odhadu sa pristupuje rôznymi princípmi. Výsledné odporúčania podľa Maříka sú nasledovné:⁵⁸

- odhad dĺžky obdobia, počas ktorého je podnik schopný vytvárať novú hodnotu,
- odhad obdobia životného cyklu, v ktorom sa podnik nachádza (niekedy nie je ľahké, dokonca možné určiť),
- odhad dĺžky obdobia, v ktorom bude schopný podnik dosiahnuť stabilitu,
- odhad miery stability odvetvia, v ktorom podnik pôsobí,
- posúdenie fázy konjunktúrneho cyklu ekonomiky (v prípade ak je nemožné, nebude k nemu prihliadnuté),
- čisto len doplnkové prihliadnutie k dĺžke obdobia, pre ktoré manažment podniku zostavuje svoje plány, resp. ich názor na dĺžku tohto obdobia.

B) Pokračujúca hodnota

Pokračujúca hodnota je založená na predpoklade, že základné parametre potrebné pre jej výpočet ako napr. zisková marža, obrat a rentabilita kapitálu, podiel na trhu sú stabilizované. Taktiež konštantné sú rast podniku, miera a výnosnosť investícií. Techniky výpočtu pokračujúcej hodnoty môžu byť nasledujúce:⁵⁹

⁵⁷ MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 178

⁵⁸ Tamtiež, s. 179 - 182

⁵⁹ Tamtiež, s. 182-199

Gordonov vzorec

predstavuje súčasnú hodnotu nekonečne rastúcej časovej rady peňažných tokov v druhej fáze.

$$PH = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g}$$

- T – posledný rok prognózy,
- i_k – priemerné náklady kapitálu (diskontná úroková miera),
- g – tempo rastu voľného CF donekonečna,

Parametrický vzorec

využíva dva základné faktory (generátory) hodnoty:

- tempo rastu korigovaných prevádzkových výsledkov hospodárenia (KPVH) po upravených daniach = g ,
- očakávaná rentabilita nových investícií = r_I ,
- pomer g/r_I vyjadruje mieru investícií.

Potom je vzorec pre pokračujúcu hodnotu nasledovný:

$$PH = \frac{KPVH_{T+1} * (1 - \frac{g}{r_I})}{i_k - g}$$

V obidvoch spomenutých vzorcoch pre výpočet pokračujúcej hodnoty potrebujeme urobiť zdôvodnený odhad použitých veličín, pričom tieto veličiny navzájom značne súvisia. Aj v tomto prípade sú pri odhadovaní dôležité znalosti a schopnosti oceňovateľa, a to hlavne preto, že pokračujúca hodnota mnohokrát zásadným spôsobom ovplyvňuje celkový odhad hodnoty podniku.

Pomocou vyššie uvedených výpočtov sa dopracujeme ku prevádzkovej hodnote podniku brutto. Výslednú hodnotu vlastného kapitálu podniku potom dostaneme nasledovnými záverečnými prepočtami:⁶⁰

⁶⁰ MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 201-205

Prevádzková hodnota brutto

- Hodnota úročeného cudzieho kapitálu

= **Prevádzková hodnota netto**

+ Hodnota neprevádzkových aktív

= **Výsledná hodnota vlastného kapitálu**

V prípade oceňovania pomocou metódy diskontovaného CF potrebujeme pri uvedených výpočtoch poznať diskontnú úrokovú mieru. Jej výpočet uvidíme v nasledujúcom texte.

Diskontná miera

Stanovenie diskontnej miery závisí na tom, ktorú metódu DCF použijeme. V našom prípade pri metóde DCF entity budeme počítať s diskontnou mierou na úrovni **priemerných vážených nákladov kapitálu (WACC)**, ktoré zodpovedajú očakávaným príjmom z investícií do podniku pri odpovedajúcom riziku. Všeobecný vzorec výpočtu je takýto:⁶¹

$$WACC = n_{CK} * (1 - d) * \frac{CK}{K} + n_{VK(Z)} * \frac{VK}{K}$$

- n_{CK} – náklady na cudzí kapitál,
- d – sadzba dane z príjmu,
- CK – trhovú hodnotu cudzieho kapitálu,
- $n_{VK(Z)}$ – náklady na vlastný kapitál pri danej úrovni zadlženia,
- VK – trhovú hodnotu vlastného kapitálu,
- K – celková hodnota kapitálu.

Pri výpočte WACC by nemala byť použitá účtovná štruktúra kapitálu. Použitie trhových hodnôt môže priniesť viacero problémov, ktoré je možné riešiť dvoma spôsobmi:⁶²

⁶¹ MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 206-211

⁶² Tamtiež, s. 207-211

- **Cieľová štruktúra kapitálu**, ktorá v podstate vyjadruje odhad štruktúry kapitálu pre budúce obdobie v trhových hodnotách.
- **Iteračný postup** – nadväzuje na cieľovú štruktúru. Najskôr odhadneme cieľovú štruktúru a z nej vypočítame hodnotu podniku, z ktorej zistíme novú štruktúru kapitálu. Postup opakujeme dovtedy, kým sa výsledná štruktúra neustáli.

Náklady na cudzí kapitál vypočítame prostredníctvom efektívnych úrokových sadzieb platených z rôznych foriem cudzieho kapitálu. Pre výpočet efektívnej úrokovej miery potom platí vzorec:⁶³

$$D = \sum_{t=1}^n \frac{U_t(1-d) + S_t}{(1+i)^t}$$

- D – peniaze získané pôžičkou,
- U_t – úrokové platby,
- d – sadzba dane z príjmu,
- S_t – splátka dlhu,
- n – počet období, počas ktorých sa spláca dlh,
- i – hľadaná efektívna úroková miera.

V prípade, že sú aktuálne úrokové miery odlišné od nominálnej úrokovej miery príslušnej formy cudzieho kapitálu alebo príslušný dlh nemá vysokú bonitu, a teda hrozí jeho nesplatenie, použije sa alternatívny postup založený na údajoch z trhu. Náklad cudzieho kapitálu sa potom určí ako súčet bezrizikovej výnosovej miery na úrovni štátnych dlhopisov (r_f) a rizikovej prirážky podľa ratingu daného dlhu (RP).⁶⁴

$$n_{CK} = r_f + RP$$

Náklady na vlastný kapitál sa stanovujú na základe výnosového očakávania investorov, resp. z možného alternatívneho výnosu investovaného kapitálu s prihliadnutím na riziko. V praxi sa na tento výpočet najčastejšie používa model ocenenia kapitálových aktív CAPM. Tento model je založený na dvoch kľúčových

⁶³ MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 212

⁶⁴ Tamtiež, s. 213

predpokladoch – neexistujú transakčné náklady a investori nemajú prístup k súkromným informáciám, ktoré by im umožnili nájsť podhodnotenú resp. nadhodnotenú akciu.⁶⁵ Výpočet nákladov na vlastný kapitál podľa modelu CAPM je podľa nasledovného vzorca:⁶⁶

$$E(R_A) = r_f + [E(R_m) - r_f] * \beta_A$$

- $E(R_A)$ – očakávaná výnosnosť cenného papiera A,
- r_f – bezriziková výnosnosť,
- $E(R_m)$ – očakávaná výnosnosť kapitálového trhu,
- β_A – koeficient beta cenného papiera A,
- $[E(R_m) - r_f]$ – prémie za trhové riziko.

Výsledná očakávaná výnosnosť je potom hľadaný náklad vlastného kapitálu.

Bezriziková úroková miera určíme prostredníctvom výnosnosti štátnych dlhopisov so zostávajúcou dobou splatnosti 10 a viac rokov.

Prémie za trhové riziko vyjadruje rizikovosť trhového portfólia. Odhaduje sa pomocou minulej dlhodobej úrovne výnosnosti akcií dosiahnutých na kapitálovom trhu. Najvhodnejším základom pre výpočet prémie sú dáta získané z amerického kapitálového trhu, pričom takto zistenú prémie musíme vhodne prispôbiť národným podmienkam. Z verejne dostupných zdrojov, najčastejšie z internetovej stránky www.damodaran.com, je možné zistiť rating krajiny a riziko zlyhania krajiny, podľa ktorých upravíme riziková prémie trhu. Konečný výsledok následne dostaneme ešte upravením o rozdiely v inflácii.⁶⁷

Koeficient β vyjadruje úroveň rizika daného cenného papiera. Podľa jeho hodnoty bude potom výnosová prirážka pre daný cenný papier vyššia ($\beta > 1$), nižšia ($\beta < 1$) alebo na úrovni priemernej prémie za riziko na kapitálovom trhu ($\beta = 1$). Prepočet koeficientu beta je možné vykonať tromi spôsobmi:⁶⁸

⁶⁵ DAMODARAN, A. Damodaran on valuation, s. 32

⁶⁶ MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 216

⁶⁷ Tamtiež, s. 218-222

⁶⁸ Tamtiež, s. 223-235

- **Historické β** – vypočíta sa ako podiel kovariancie medzi výnosnosťou trhu (R_m) a výnosnosťou akcie (R_i) a rozptylu výnosnosti trhu (S_m^2).

$$\beta_i = \frac{COV(R_m, R_i)}{S_m^2}$$

Tento prístup má však radu nevýhod:

- nízka stabilita koeficientu v dlhšom období,
 - dá sa počítať len pre akciové spoločnosti s obchodovanými akciami na kapitálových trhoch,
 - na našom území má koeficient skôr orientačný význam.
- **Metóda analógie** – využíva koeficient beta podobných podnikov, resp. priemerné údaje o koeficiente za dané odvetvie či odbor. Ako východisko pre výpočet môžeme použiť priemerné koeficienty beta pri nulovom zadlžení pre konkrétne odvetvia, ktoré uvádza na svojej stránke A. Damodaran. Tie sa však musia následne upraviť o odlišnosti podniku. Hľadaný koeficient sa vypočíta potom takto:

$$\beta_z = \beta_n \left[1 + (1 - d) * \frac{CK}{VK} \right]$$

- β_n – beta pri nulovom zadlžení,
 - CK – cudzí kapitál,
 - d – sadzba dane z príjmu
 - VK – vlastný kapitál.
- **Analýza faktorov** – koeficient beta sa prognózuje na základe faktorov naň pôsobiacich bez počítania historických hodnôt. Týmito faktormi sú hlavne oblasť podnikania, prevádzková páka (podiel fixných nákladov na celkových) a finančná páka (podiel cudzieho kapitálu na celkovom).

Pre doplnenie ocenenia metódou DCF môžeme použiť v posledných rokoch stále viac presadzovaný ukazovateľ, ktorý by mal poznať každý oceňovateľ podniku, a to ekonomická pridaná hodnota.

1.3.8 Ekonomická pridaná hodnota

Ekonomická pridaná hodnota (economic value added – EVA) je miera nadhodnoty vytvorenej investíciou alebo portfóliom investícií. Pre jej výpočet

potrebujeme tri základné veličiny, a to výnos z investovaného kapitálu, náklady na tento kapitál a samotný investovaný kapitál.⁶⁹

EVA je v podstate ukazovateľ výnosnosti, ktorý prekonáva nedostatky klasických ukazovateľov rentability založených na účtovnom výsledku hospodárenia. EVA berie do úvahy okrem bežných nákladov aj náklady na vlastný kapitál, a teda nepracuje s účtovným, ale s ekonomickým ziskom. Základný vzorec pre výpočet:⁷⁰

$$EVA = NOPAT - Capital * WACC$$

- *NOPAT* – (net operating profit after taxes) – čistý prevádzkový zisk po zdanení,
- *Capital* – NOA (net operating assets) – čisté prevádzkové aktíva,
- *WACC* – (weight average cost of capital) – priemerné vážené náklady kapitálu.

Veličiny NOPAT a NOA dostaneme upravením niektorých účtovných dát v podniku na ekonomické dáta. Hodnota NOA v zásade zodpovedá už spomínanej veličine prevádzkovo nutný investovaný kapitál a taktiež NOPAT je obdobou korigovaného prevádzkového zisku pri metóde DCF.

Pri použití ukazovateľa EVA v oceňovaní potrebujeme poznať **MVA** (market value added), čiže trhovú pridanú hodnotu. MVA je súčasná hodnota budúcich hodnôt EVA. Súčtom MVA a NOA potom dostaneme výslednú trhovú hodnotu prevádzkových aktív. Trhovú hodnotu vlastného kapitálu následne dopočítame obdobne ako pri metóde DCF:⁷¹

$$\begin{aligned} & \text{Trhová hodnota prevádzkových aktív} \\ & + \text{Trhová hodnota neprevádzkových aktív} \\ & - \text{Trhová hodnota úročených záväzkov} \\ & = \text{Trhová hodnota vlastného kapitálu} \end{aligned}$$

⁶⁹ DAMODARAN, A. Damodaran on valuation, s. 215-216

⁷⁰ MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 282-291

⁷¹ Tamtiež, s. 295-297

2 Praktická časť

2.1 Popis vybranej spoločnosti

Pre účely tejto diplomovej práce sme vybrali spoločnosť Koruna, s. r. o.. Jedná sa o spoločnosť s orientáciou na realizovanie maloobchodnej činnosti – nákup a predaj potravinárskeho, drogistického a priemyselného tovaru. Koruna je podriadená materskej spoločnosti Libex, s. r. o., ktorá vykonáva veľkoobchodnú činnosť, a tak zabezpečuje stáleho dodávateľa pre svoju maloobchodnú dcéru.

Koruna bola založená 17.3. 1998 jediným spoločníkom. Spoločnosť prevádzkuje takmer 100 maloobchodných predajní v regiónoch Kysuce, Orava, Liptov, Horné Považie, Stredné Považie, Turiec, Horná Nitra a Horehronie.⁷²

Obrázok č. 2: Logo spoločnosti Koruna
(Zdroj: potravinykoruna.sk)



Podnik je **členom siete potravín Fresh**. Na prevádzkach je možné nájsť širokú ponuku výrobkov, ktoré táto sieť ponúka vo svojich letákoch.

Obrázok č. 3: Logo spoločnosti Fresh
(Zdroj: libex.sk)



Sieť potravín Fresh je čisto marketingovou spoločnosťou, ktorá ponúka svoje meno a imidž členom siete. Hlavnou ideou tejto spoločnosti je centralizovanie nákupov a vytvorenie konkurencie ostatným, prevažne zahraničným obchodným reťazcom.

⁷² potravinykoruna.sk, 2017

2.2 Strategická analýza

Pri oceňovaní podniku musíme v prvom rade určiť jeho výnosový potenciál do budúcnosti. Je to jedna z najdôležitejších častí každej metódy ocenenia. Strategická analýza nám odpovie na to, aké má podnik perspektívy a ako sa budú vyvíjať jeho tržby v budúcnosti. Postup strategickej analýzy môžeme zvoliť rôzny. V našom prípade najskôr vymedzíme relevantný trh, preskúmame vonkajší potenciál podniku, a to analýzou národného hospodárstva prostredníctvom SLEPT analýzy a odborovou analýzou pomocou Porterovho modelu. Následne zanalyzujeme vnútorné prostredie, a to konkrétne konkurenčnú silu podniku a vnútorné prostredie podniku prostredníctvom analýzy faktorov úspešnosti 7S. Nakoniec pre vymedzený trh a tržby oceňovaného podniku stanovíme prognózu.

2.2.1 Vymedzenie relevantného trhu

Ťažisko podnikateľskej činnosti spoločnosti je v maloobchodnej činnosti s potravinárskym, drogistickým a priemyselným tovarom. Podnik pôsobí prostredníctvom svojej siete maloobchodných predajní v Žilinskom kraji. Relevantný trh sme teda vymedzili pomocou spotreby priemernej domácnosti tvorenej nákupom tovarov bežnej spotreby. Na základe štatistických údajov o príjmoch, výdavkoch a spotrebe súkromných domácností v SR sme vybrali základné položky, ktoré má v sortimente aj nami skúmaný podnik:

- potraviny,
- nealkoholické nápoje,
- alkoholické nápoje,
- tabak,
- tovary a služby pre bežnú údržbu domácnosti,
- osobná starostlivosť.

Súčtom týchto položiek sme získali priemernú spotrebu na osobu a rok. Pre vymedzenie trhu sme ďalej potrebovali údaje o počte obyvateľov v SR a Žilinskom kraji za jednotlivé skúmané roky. Následne sme vynásobili počet obyvateľov výškou spotreby, aby sme zistili veľkosť trhu pre celú SR, a taktiež pre Žilinský kraj, ktorý predstavuje

relevantný trh pre oceňovaný podnik. Veľkosti trhov v peňažnom vyjadrení sú zobrazené v nasledujúcej tabuľke.

Tabuľka č. 1: Vymedzenie relevantného trhu prostredníctvom priemernej spotreby (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov zo ŠÚSR)

Rok / Ukazovateľ	Spotreba na osobu	Počet obyvateľov v SR	Trh v SR celkom (tis. €)	Počet obyvateľov v Žilinskom kraji	Relevantný trh (tis. €)
2011	1 100,1	5 404 322	5 945 295	689 601	758 630
2012	1 131,28	5 410 836	6 121 171	690 121	780 720
2013*	1 154	5 415 949	6 250 005	690 420	796 745
2014*	1 160	5 421 349	6 288 765	690 434	800 903
2015*	1 083,3	5 426 252	5 878 259	690 449	747 963

* Štatistické zisťovanie spotreby domácností sa však počas sledovaného obdobia, konkrétne v roku 2014, zmenilo a za roky 2013 a 2014 sa realizovalo iba zisťovanie o príjmoch domácností v 1. štvrtroku. Údaje za tieto dva roky boli odhadnuté simuláciou zisťovania z roku 2012 a následnou úpravou pomocou externých prognóz a rôznych kvalifikovaných ekonomických, sociálnych a demografických ukazovateľov za roky 2013 a 2014.⁷³

Vďaka týmto zmenám môže byť vymedzenie trhu prostredníctvom priemernej spotreby skreslené. Preto sme pre porovnanie uviedli vymedzenie trhu prostredníctvom vývoja tržieb maloobchodu v nešpecializovaných predajniach za Slovenskú republiku a špeciálne za Žilinský kraj ako relevantný trh. Údaje za Žilinský kraj sme odvodili z podielu krajských tržieb maloobchodu okrem motorových vozidiel a motocyklov na celkových tržbách za republiku. Tento spôsob zisťovania relevantného trhu by bolo vhodné sledovať za viac rokov do minulosti z dôvodu presnejšej prognózy tržieb. My sme ale uviedli údaje len za 5 rokov, pretože v roku 2011 takisto vznikla zmena vo výpočte relevantných tržieb za jednotlivé kraje. Z toho vyplýva, že údaje zo vzdialenejšej minulosti by nám vymedzenie trhu opäť skresľovali.

⁷³ Metodické vysvetlivky, Štatistika rodinných účtov, statistics.sk, 2016

Tabuľka č. 2: Vymedzenie relevantného trhu prostredníctvom vývoja tržieb (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov zo ŠÚSR)

	2011	2012	2013	2014	2015
SR (tis. €)	7 610 835	7 958 954	8 262 343	8 780 558	8 881 875
Zmena (%)	<i>X</i>	4,57	3,81	6,27	1,15
Relevantný trh (tis. €)	603 388	607 399	631 297	669 784	664 529
Zmena (%)	<i>X</i>	0,66	3,93	6,10	-0,78

Ako môžeme vidieť v tabuľke č. 1 relevantný trh podľa priemernej spotreby na osobu kopíruje vývoj národného trhu. Tabuľka č. 2 nám ukazuje, že trh Žilinského kraja len sčasti kopíruje vývoj národného trhu, a to v rokoch 2013 a 2014. Naopak v roku 2012 zaostáva a v poslednom roku 2015 sa relevantný trh dokonca mierne zmenšil. V tomto roku zaznamenal mierny pokles aj Košický a Nitriansky kraj. Ide len o malý pokles, ktorý mohol byť spôsobený rôznymi faktormi. V rámci národného trhu bezkonkurenčne najväčšia časť patrí Bratislavskému kraju. Zvyšok trhu je rovnomerne rozložený medzi ostatné kraje.

2.2.2 Vonkajší potenciál

Keď už máme vymedzený trh môžeme prejsť ku jeho analýze. Vplyv národného hospodárstva preskúmame prostredníctvom SLEPT analýzy.

Analýza národného hospodárstva prostredníctvom SLEPT analýzy

SLEPT analýza je dôležitý nástroj na poznanie ekonomického prostredia spoločnosti. Rozdeľuje sa na nasledujúce faktory:

Sociálne faktory

Keďže produkty, s ktorými obchoduje skúmaná spoločnosť, sú tovary bežnej spotreby určené pre konečného spotrebiteľa, vekové rozpätie zákazníkov je neobmedzené. Napriek tomu istú špecializáciu môžeme vidieť v tom, že podnik poskytuje tovar prostredníctvom menších prevádzok, ktoré sa nachádzajú väčšinou na dedinách alebo v prímestských častiach. Tým pádom môžeme charakterizovať cieľovú skupinu spoločnosti pre podnik ako ľudí žijúcich mimo väčších miest bez možnosti každodenne nakupovať vo veľkom hypermarkete. Na základe tejto špecifikácie si vymedzíme početnosť obcí na relevantnom trhu.

Základné demografické údaje o Žilinskom kraji z roku 2015:⁷⁴

- celkový počet okresov: 11,
- celkový počet obcí: 315,
 - z toho mestá: 18,
- podiel mestského obyvateľstva: 48,6%,
- podiel okresov na celkovom počte okresov SR: 11/79 → 13,9% ,

Graf č. 1: Podiel okresov (Zdroj: Vlastné spracovanie podľa sodbtn.sk/obce/)



- podiel obcí na celkovom počte obcí SR: 315/2 928 → 10,8%,

Graf č. 2: Podiel obcí (Zdroj: Vlastné spracovanie podľa sodbtn.sk/obce/)



- priemerný evidenčný počet zamestnancov v oblasti veľkoobchod a maloobchod, oprava motorových vozidiel a motocyklov k 31.12. (tis. osôb):
 - 2013** → 22,1,
 - 2014** → 23,7,
 - 2015** → 24,3.

⁷⁴slovak.statistics.sk, 2016

Legislatívne faktory

Legislatívne prostredie na území Slovenskej republiky prechádza v súčasnosti rôznymi zmenami, takže sa nedá považovať za stabilné a ľahko predvídateľné. V rámci Akčného plánu boja proti daňovým podvodom prebiehajú rôzne legislatívne zmeny, ktorými sa majú zapracovať do slovenskej legislatívy smernice Európskej únie.

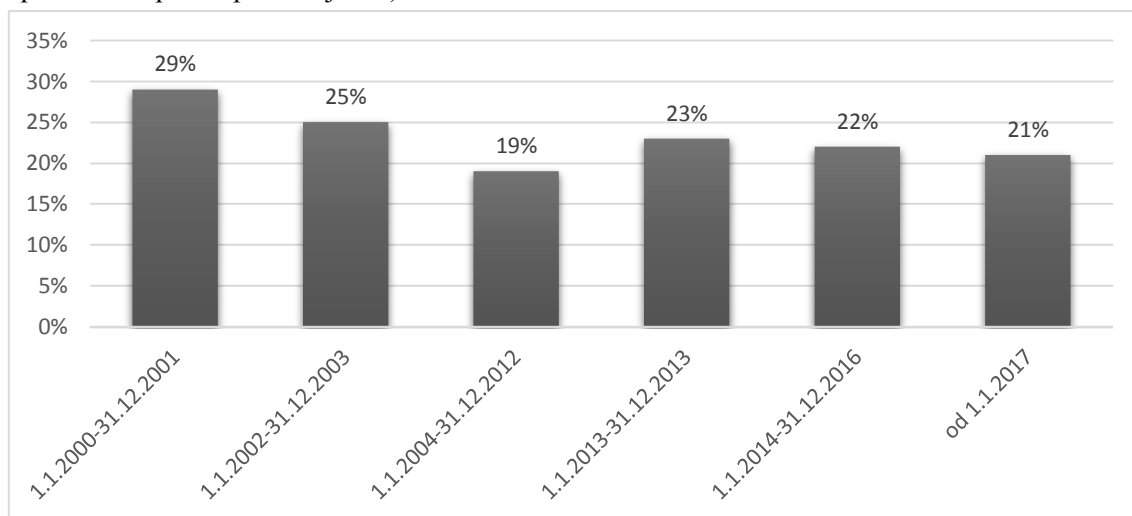
Zákonov, ktoré môžu ovplyvniť oceňovaný podnik je viacero. Konkrétne ide o Obchodný zákonník upravujúci právnu formu podnikania, v našom prípade spoločnosť s ručením obmedzeným, a taktiež zákon o obchodnom registri, v ktorom musí byť podnik evidovaný. Ďalej má firma ako obchodná spoločnosť zo zákona o účtovníctve povinnosť každoročne zverejňovať svoje účtovné závierky a povinnosť auditu. Taktiež musí dodržiavať zákonník práce. Špecifický zákon, ktorý ovplyvňuje oceňovaný podnik, keďže obchoduje s potravinami a tabakovými výrobkami, je zákon o potravinách, ktorý spracúva príslušné predpisy Európskej únie. Samozrejme sa jej týkajú aj daňové zákony ako zákon o dani z príjmu a zákon o DPH.

V súčasnosti sa uplatňujú dve sadzby DPH, a to základná sadzba a znížená sadzba. Základná sadzba je 20% zo základu dane. V histórii SR sa niekoľkokrát zmenila, naposledy v roku 2011 zvýšením z 19% na súčasných 20%. Znížená sadzba DPH je 10% zo základu dane a vzťahuje sa len na tovary uvedené v prílohe č. 7 zákona o DPH. Aj táto znížená sadzba prešla viacerými zmenami. Vzťahuje sa predovšetkým na knihy a lieky. Od 1.1. 2016 sa rozšíril zoznam tovarov podliehajúcich zníženej sadzbe. Pribudli vybrané druhy potravín, ako napr. rôzne druhy mies, mlieko, maslo či chlieb.⁷⁵

Vývoj sadzby dane z príjmov právnickej osoby je zmapovaný v nasledujúcom grafe.

⁷⁵ Sadzby DPH od 1.1. 2016, podnikajte.sk, 2015

Graf č. 3: Vývoj sadzby dane z príjmov právnickej osoby v rokoch 2000 až 2017 (Zdroj: Vlastné spracovanie podľa podnikajte.sk)



Čo sa týka dane z príjmov právnických osôb, vidíme, že najvýraznejšou zmenou prešla v roku 2004, kedy po daňovej reforme klesla až o 6 percentuálnych bodov. No v roku 2013 došlo prispením novej vlády naopak k jej nárastu. Odvtedy prechádza daň z príjmov PO častými zmenami. V roku 2017 má po dvoch rokoch opäť dôjsť k zníženiu, a to na 21%.

Ekonomické faktory

Na oceňovaný podnik vplývajú rôzne všeobecné makroekonomické faktory ako vývoj inflácie, HDP, úrokovej miery alebo nezamestnanosti.

Inflácia

Ceny tovarov v predajniach ovplyvňuje hlavne vývoj inflácie, ktorý znázorňuje nasledujúca tabuľka č. 3.

Tabuľka č. 3: Vývoj inflácie v rokoch 2010-2016 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov NBS)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Inflácia HICP (%)	0,67	4,07	3,81	1,46	-0,12	-0,34	-0,48

Ďalej je uvedená prognóza inflácie do roku 2019 zverejnená v strednodobom pláne NBS.

Tabuľka č. 4: Predikcia inflácie na roky 2017 – 2019 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov NBS)

	2017	2018	2019
Predikcia inflácie HICP (%)	1,2	1,9	1,9

Na Slovensku je inflácia podľa HICP (harmonizovaný index spotrebiteľských cien) posledné tri roky mierne záporná, čiže sa jedná o defláciu, ktorá ceny znižuje. To sa nie vždy premietne do cien potravín, pretože predajcovia nemajú tendenciu svoje ceny znižovať. Preto ceny v obchodoch niekedy nezodpovedajú reálnej hodnote tovaru. Predikcia inflácie sa predpokladá už v kladných číslach a mala by stúpnuť na 1,9, čo sa považuje za zdravú mieru inflácie, ktorá je potrebná pre motiváciu obyvateľstva ku momentálnej spotrebe.

HDP

Vývoj HDP v rokoch 2010 až 2015 môžeme vidieť v tabuľke č. 5.

Tabuľka č. 5: Vývoj HDP v rokoch 2010-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov ŠÚSR)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
HDP (mil.€)	67 577,3	70 627,2	72 703,5	74 169,9	75 946,4	78 685,6
Zmena (%)	5,6	4,5	2,9	2,0	2,4	3,6

Predikcia podľa NBS je nasledovná.

Tabuľka č. 6: Predikcia HDP na roky 2016-2019 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov NBS)

	2016	2017	2018	2019
Predikcia rastu (%)	3,3	3,1	4,2	4,6

Ako vidíme v tabuľkách, v rokoch 2016 a 2017 sa očakáva spomalenie rastu ekonomiky. Je to zapríčinené investičným prepadom a skutočnosťou, že časť súkromných investícií financovaných eurofondami nebola nahradená vlastnými investíciami. Spomalenie investičnej činnosti by malo pretrvať ešte v roku 2017 a následne v rokoch 2018 a 2019 sa očakáva oživenie vlastných investícií, a taktiež postupné zvýšenie čerpania eurofondov. Okrem oživenia investícií sa zvýrazní rast súkromnej spotreby a začne produkovať nová automobilka. Ekonomika by tak mala

akcelerovať na 4,2 % v roku 2018 a v roku 2019 by mala zrýchliť až na 4,6%, kedy sa už predpokladá mierne prehrievanie ekonomiky.

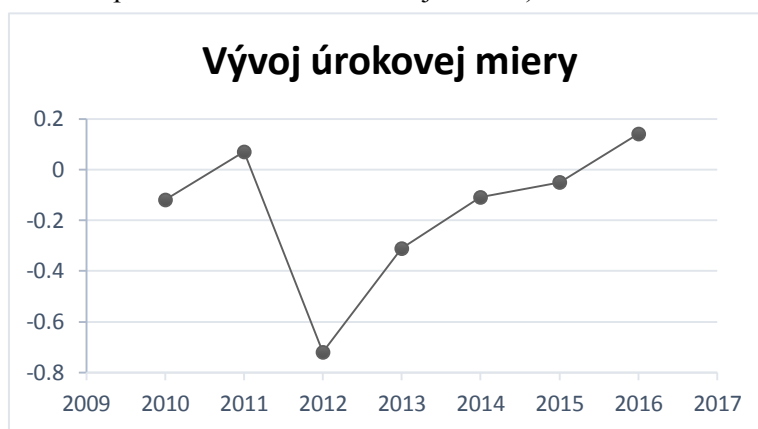
HDP na relevantnom trhu predstavuje takmer konštantný 11% podiel na celkovom HDP Slovenska. Tým pádom kopíruje dianie v SR. Vývoj regionálneho HDP (mil. €) + podiel kraja na SR spolu (%):⁷⁶

➤	2011	→	7 716	(11,0)
➤	2012	→	7 962	(11,0)
➤	2013	→	8 021	(10,9)
➤	2014	→	8 340	(11,0)

Úroková miera

Ďalším makroekonomickým faktorom, ktorý môže vplývať na oceňovaný podnik prostredníctvom potenciálneho úveru, je úroková miera. Vývoj úrokovej miery na úvery nefinančným spoločnostiam podľa NBS je v posledných rokoch nasledujúci:

Graf č. 4: Vývoj úrokovej miery v rokoch 2010-2016 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov NBS)



Ako napovedá graf, úrokové sadzby majú s výnimkou rokov 2011 a 2016 záporné hodnoty. Je to z dôvodu operácií menovej politiky Európskej centrálnej banky, ktorá sa od začiatku finančnej krízy snažila stimulovať ekonomický rast formou poskytovania úverov do reálnej ekonomiky. Podľa prognózy EURIBOR za 3 mesiace⁷⁷ (priemer medzibankových sadzieb v eurozóne), ktorá je cca -0,3%, sa naďalej predpokladá

⁷⁶ slovak.statistics.sk, 2015, 2016

⁷⁷ nbs.sk, 2017

Žilinský kraj má v porovnaní s celoslovenským priemerom nižšiu mieru nezamestnanosti (6,93% - január 2017⁷⁸). Situáciu na Slovensku však významne ovplyvňuje vysoká miera nezamestnanosti na východe krajiny. Nezamestnanosť v Žilinskom kraji je teda len mierne horšia v porovnaní so západnejšími krajinami, ale výrazne lepšia oproti tým východnejším.

Medzi ďalšie makroekonomické faktory, ktoré by mohli ovplyvňovať podnik pôsobiaci v maloobchode, môžeme zaradiť vývoj príjmov a z toho odvodenú spotrebu obyvateľstva, a takisto vývoj celkového počtu obyvateľov na relevantnom trhu. Tieto veličiny sme skúmali pri prvotnom vymedzení trhu. Ich vývoj bol nasledovný.

Tabuľka č. 9: Vývoj spotreby a počtu obyvateľov na relevantnom trhu (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov zo ŠÚSR)

	2011	2012	2013	2014	2015
Spotreba na osobu	1 100,1	1 131,28	1 154	1 160	1 083,3
Zmena (%)	X	2,83	2,01	0,52	-6,61
Počet obyvateľov	689 601	690 121	690 420	690 434	690 449
Zmena (%)	X	0,075	0,043	0,002	0,002

Ako sme spomínali pri vymedzovaní trhu, údaje o spotrebe môžu byť skreslené kvôli zmene výpočtu v roku 2014. Tým pádom rok 2015, kedy vidíme vysoký prepád spotreby, nemôžeme pri porovnaní brať do úvahy. Znepokojivý môže byť ešte rok 2014, kedy sa rast spotreby značne spomalil. Môže to byť zapríčinené opäť spôsobom prepočtu, ale taktiež vývojom inflácie, ktorá sa v roku 2014 obrátila do negatívnych čísel. Deflácia by mala vyjadrovať zhodnocovanie peňazí, a teda pokles cien v ekonomike. To však nie je pre národné hospodárstvo zdravé, pretože obyvatelia v očakávaní ďalšieho poklesu cien odkladajú okamžitú spotrebu. Musíme ale dodať, že veľkú časť predávaného tovaru oceňovanej spoločnosti tvoria potraviny, ktoré spadajú medzi statky, ktoré uspokojujú základné životné potreby. To znamená, že nie sú až tak citlivé na zmeny v celkovej spotrebe obyvateľstva.

⁷⁸ slovak.statistics.sk, 2017

Počet obyvateľov na relevantnom trhu síce rastie, ale tento vývoj sa taktiež mierne spomaľuje. To môže pre oceňovaný podnik znamenať čoraz menší nárast potenciálnych budúcich zákazníkov.

Politické faktory

Základom pre slobodné fungovanie akejkoľvek spoločnosti je celková politická situácia v krajine, v ktorej pôsobí. Politické a legislatívne prostredie na Slovensku sa nedá považovať za stabilné, pretože prechádza častými zmenami v zákonoch a vyznačuje sa neistotou celkového politického zázemia. Oceňovaný podnik ovplyvňujú rôzne, už spomínané, zákony ako aj politiky štátu, predovšetkým tá daňová. Okrem slovenských zákonov vplýva na podnikateľské prostredia aj legislatíva Európskej únie, ktorej je SR členom. Keďže podnik obchoduje s tovarom, ktorý pochádza aj zo zahraničia, napomáha mu členstvo v Európskej únii hlavne prostredníctvom voľného pohybu tovarov a služieb. V rámci EÚ sú dôležité aj medzinárodné zmluvy medzi jednotlivými štátmi, ktoré bližšie špecifikujú obchodné vzťahy.

Technologické faktory

Posledným prvkom SLEPT analýzy sú technologické faktory. Stále napredujúca technológia je veľmi dôležitá hlavne pri výrobných podnikoch, ktoré môžu pomocou nej dosiahnuť poprednú pozíciu na trhu. V našom prípade je oceňovaným podnikom obchodná spoločnosť, pre ktorú nie je technológia najdôležitejším faktorom. Napriek tomu sa snaží svoje prevádzky neustále technologicky inovovať.

2.2.3 Odborové okolie podniku

Podnik okrem národného hospodárstva ovplyvňuje aj jeho bližšie okolie charakterizované odborom, v ktorom podnik pôsobí. Odborovým okolím sa zaoberal Porter, ktorý charakterizoval 5 konkurenčných faktorov dôležitých pre definíciu konkurenčnej výhody podniku.

Porterov model

Porterov model skúma okolie firmy podľa odboru, v ktorom pôsobí. Delí sa na nasledujúce časti:

Vyjednávací sila odberateľov

V prípade maloobchodného podniku sú odberateľmi koneční spotrebitelia, ktorí sú na rovnakej pozícii, čiže nikto nemá výraznejší podiel na tržbách. Týchto zákazníkov je nespočetne veľa, preto hovoríme o takmer nulovej vyjednávací sile.

Silu odberateľov môžeme posúdiť na základe výkazov, a to konkrétne pomocou položiek tržby a pohľadávky. Doba inkasa pohľadávok predstavuje v roku 2015 3,11 dňa, čo potvrdzuje minimálnu silu odberateľov. Táto skutočnosť je logická vzhľadom na fakt, že zákazníci v maloobchode platia okamžite pri nákupe.

Vyjednávací sila dodávateľov

Z pohľadu dodávateľov je situácia odlišná. Hlavným dodávateľom do maloobchodnej siete Koruna je jej materská spoločnosť Libex. Keďže má táto spoločnosť rovnakých majiteľov, nedá sa hovoriť o významnej vyjednávací sile, pretože obe spoločnosti zdieľajú podobné ciele a záujmy. V prípade materského veľkoobchodu sú dodávateľmi významné spoločnosti ako Nestlé, Kraft, Hamé, Nicolaus a pod., ktoré majú v obchodnom styku výraznú vyjednávací silu. Tieto spoločnosti si diktujú predajné ceny a v podstate aj celú marketingovú stratégiu, ktorú musí rešpektovať ako veľkoobchod, tak aj maloobchod pri konečnom predaji. Ide o logický jav, pretože reklamy, ktoré bežia v médiách, musia automaticky prevziať do svojich marketingových stratégií aj podniky na konci distribučného kanálu, ktoré promovane produkty predávajú konečnému spotrebiteľovi. Na druhej strane z toho plynú aj výhody pre konečných predajcov vo forme príspevkov na realizáciu reklamnej kampane.

Hrozba vstupu nových konkurentov

Medzi konkurentov spoločnosti môžeme zaradiť napríklad obchodné siete ako COOP Jednota, s. d. alebo CBA Slovakia, a. s., ktoré prevádzkujú väčšinou menšie predajne podobné prevádzkam spoločnosti Koruna. Okrem nich sú dnes stále väčšou konkurenciou pre podnik nadnárodné obchodné reťazce ako napr. Tesco, Lidl, či Kaufland. Čo sa týka gigantu Tesca, ten okrem veľkých hypermarketov a supermarketov, siaha už aj na trh okrajových častí miest, kde otvára malé prevádzky, ktoré predstavujú významnú konkurenciu aj pre menšie siete, akou je Koruna.

Hrozba vstupu úplne nových a neznámych konkurentov na trh existuje, ale je možná iba vytlačením nejakého súčasného konkurenta, pretože trh v oblasti maloobchodu s potravinami je značne presýtený a panuje na ňom intenzívna konkurencia. To môže predstavovať značnú bariéru vstupu do odvetvia, pretože pre nových konkurentov je ťažké presadiť sa. Aj keby sa nejaká firma odhodlala vstúpiť do odvetvia, musí vynaložiť veľké úsilie na to, aby sa na trhu udržala. To samozrejme firmu stojí vysoké náklady.

Hrozba nových substitútov

Spoločnosti podnikajúce v oblasti obchodu s potravinami majú väčšinou široký sortiment. Ten je však navzájom veľmi podobný, ba priam vo väčšine prípadov identický. Z toho vyplýva, že nové substitúty na trhu nepredstavujú veľkú hrozbu. Spoločnosti si však môžu konkurovať pestrosťou sortimentu alebo službami súvisiacimi s ich predajom.

Rivalita firiem na danom trhu

Ako už bolo spomenuté, rivalita na trhu maloobchodu s potravinami je vysoká a kraľujú na ňom celonárodné, resp. nadnárodné obchodné reťazce, ktoré vedú medzi sebou konkurenčný boj o každého zákazníka, a to rôznymi marketingovými nástrojmi.

Najsilnejšie postavenie na celoslovenskom trhu má obchodný reťazec Tesco, ktorý je s tržbami takmer 1,4 mld. € na vedúcej pozícii pred konkurenciou. Na druhom mieste je COOP Jednota, ktorá má kumulovane za všetky družstvá tržby v hodnote cca 1,1 mld. €. Dobieha ich ďalej Lidl s tržbami takmer 980 mil. € a štvrtým v poradí je Kaufland s výškou tržieb 925 mil. €. ⁷⁹

Čo sa týka relevantného trhu, vývoj tržieb a trhových podielov hlavných konkurentov sme prepočítali z celoslovenských tržieb podľa počtu obyvateľov v Žilinskom kraji. V prípade COOP Jednota sme zráтали tržby jednotlivých družstiev, ktoré pôsobia na relevantnom trhu. Vývoj trhových podielov zobrazuje tabuľka č. 10.

⁷⁹ finstat.sk, 2017

Tabuľka č. 10: Vývoj trhových podielov hlavných konkurentov (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z fínstat.sk)

Rok / Podiel	COOP	TESCO	LIDL	KAUFLAND	KORUNA	CBA
2011	30,92%	27,77%	13,10%	13,42%	4,44%	3,33%
2012	31,43%	29,45%	14,20%	13,87%	4,88%	3,62%
2013	30,88%	27,70%	16,05%	15,01%	5,10%	2,90%
2014	29,55%	25,44%	16,93%	15,46%	5,19%	2,67%
2015	30,56%	26,57%	18,71%	17,71%	5,38%	2,71%
Zmena (%) 2015/2011	-1,14	-4,34	42,80	31,94	21,32	-18,59

Najhlavnejším konkurentom pre oceňovaný podnik je združenie COOP Jednota, ktorá má na relevantnom trhu vedúce postavenie, a tým prebehla aj nadnárodné spoločnosti ako Tesco, Lidl a Kaufland. Údaje v prípade obchodných reťazcov však môžu byť mierne skreslené, keďže sa jedná len o prepočítané tržby podľa počtu obyvateľov. Každopádne napriek miernemu poklesu trhového podielu hlavných hráčov na trhu, spoločnosť Koruna týmto reťazcom, čo sa týka podielu na trhu, nedokáže konkurovať. Dôvodom je fakt, že Koruna prevádzkuje len malú sieť maloobchodných predajní na severnom a strednom Slovensku, kým spomínané spoločnosti vlastnia obrovskú sieť hypermarketov, supermarketov a rôznych typov predajní nie len na relevantnom trhu. Tým pádom majú vytvorené lepšie povedomie o značke a viacero verných zákazníkov.

Istú konkurenčnú výhodu spoločnosť predsa len má, a to v lepšej dostupnosti predajní, ktoré sa nachádzajú prevažne v menších dedinách alebo prímestských častiach. Avšak aj tam už pociťuje čoraz väčšiu konkurenciu. Ďalšiu výhodu má tiež v často nižších cenách produktov oproti veľkým reťazcom.

2.2.4 Vnútorňý potenciál

Na analýzu vnútorného prostredia podniku slúži analýza 7 faktorov úspešnosti, medzi ktoré patria: stratégia, organizačná štruktúra, systém riadenia, štýl riadenia, spolupracovníci, schopnosti a zdieľané hodnoty.

Faktory 7 S

Informácie pre analýzu jednotlivých faktorov úspešnosti sme čerpali z výročnej správy spoločnosti Koruna, s. r. o. za rok 2015.

Stratégia

Oceňovaným podnikom je menší podnik riadený jedným spoločníkom, ktorý je zároveň konateľom. Stratégia spoločnosti sa odvíja od stratégie materskej spoločnosti Libex, ktorá je hlavným dodávateľom pre podnik. Spoločnou stratégiou spoločností je vzájomná spolupráca s cieľom udržať svoju pozíciu na trhu, resp. ju zlepšiť.

V boji proti silným konkurentom v podobe nadnárodných reťazcov spoločnosť zvolila stratégiu orientácie svojich predajní na odľahlejšie oblasti, kde sa nevyskytujú veľké obchodné centrá. Zameriava sa teda na spomínané prímestské časti a menšie dediny, kde si získava svojich zákazníkov.

Za marketingovú stratégiu môžeme považovať členstvo spoločnosti v sieti maloobchodov Fresh, ktorá jej ponúka značku a marketingovú podporu, a taktiež spoločný konkurenčný boj voči silnejším protivníkom. V prípade predaja konkrétnych produktov, spoločnosť kopíruje marketingové stratégie výrobcov, z čoho pramenia aj výhody pre podnik vo forme finančnej a inej podpory propagácie produktov.

Organizačná štruktúra

Spoločnosť má líniovú organizačnú štruktúru, ktorá je rozdelená na dva základné úseky, a to:

- administratívny úsek, ktorý zahŕňa sekretariát, osobné a mzdové oddelenie, účtáreň a manažment a
- obchodný úsek, ktorý je tvorený dvoma úrovňami:
 - manažéri – riadia maloobchodné predajne, hoci organizačne patria do administratívy,
 - maloobchodné predajne, pričom každá z nich je samostatným strediskom.

K 31. decembru 2015 pracovalo v spoločnosti 457 zamestnancov, v predošlom roku to bolo 462 zamestnancov. Mierny nárast počtu zamestnancov nastal z dôvodu otvorenia troch nových predajní.

Systém riadenia

Spoločnosť používa na vedenie účtovníctva, skladovej evidencie, miezd, majetku a pod. program BarIS. Tento program jej napomáha pri riešení rôznych problémov a poskytuje viaceré informácie pre rozhodovanie. Iné špeciálne informačné systémy spoločnosť nepoužíva.

Štýl riadenia

V štýle riadenia spoločnosti Koruna prevažujú demokratické prvky, avšak riadenie je z veľkej miery centralizované. Podriadení majú možnosť vyjadriť sa pri rozhodovaní, no keďže spoločnosť zamestnáva cca 457 ľudí, túto možnosť nemajú všetci zamestnanci, ale iba určitá časť na vyšších stupňoch riadenia. Zamestnanci na najnižších stupňoch však môžu predkladať svoje pripomienky svojim nadriadeným, ktorí ich následne zvažia, prípadne skonzultujú s vedením spoločnosti.

Spolupracovníci

Pre spoločnosť je veľmi dôležité korektné správanie ku konečným zákazníkom, ktoré vyžaduje od svojich zamestnancov. Pri obchode sa zamestnanci správajú eticky a zodpovedne.

Schopnosti

Keďže sa jedná o obchodnú spoločnosť, najdôležitejšími schopnosťami zamestnancov sú manažérske znalosti v oblasti marketingu a styku s obchodnými partnermi. Spoločnosť sa dokázala udržať na vysoko konkurenčnom trhu hlavne vďaka spolupráci s marketingovou sieťou Fresh a rozšírením veľkoobchodu vlastnou maloobchodnou sieťou. Tým pádom môžeme tvrdiť, že spoločnosť disponuje zamestnancami s vysoko kvalitnými manažérskymi schopnosťami.

Zdieľané hodnoty

Základným cieľom spoločnosti je zabezpečenie a udržanie spokojného zákazníka prostredníctvom zvyšovania kvality poskytovaných služieb, výberu ochotného personálu a prispôbovaním sortimentu požiadavkám zákazníka. Medzi dlhodobé ciele patrí rozširovanie maloobchodnej siete, zvyšovanie obratu a dosiahnutie plánovaného zisku.

Na základe zistených skutočností zo strategickej analýzy a historických údajov o tržbách ako spoločnosti tak trhu spracujeme prognózu tržieb oceňovaného podniku pre najbližšiu budúcnosť.

2.2.5 Prognóza tržieb

Pri prognóze tržieb oceňovaného podniku vychádzame z tržieb podniku a tržieb relevantného trhu z predchádzajúcich rokov, a to konkrétne od roku 2011 po rok 2015. Tržby podniku získame z výkazov spoločnosti a tržby relevantného trhu sme určili na začiatku strategickej analýzy. Ich vývoj je nasledovný.

Tabuľka č. 11: Vývoj tržieb spoločnosti Koruna, s. r. o. v tis. € (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

	2011	2012	2013	2014	2015
Koruna	26 781	29 632	32 178	34 732	35 783
Zmena (%)	<i>X</i>	10,65	8,59	7,94	3,03

Tabuľka č. 12: Vývoj tržieb relevantného trhu v tis. € (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov zo ŠÚSR)

	2011	2012	2013	2014	2015
Relevantný trh	603 388	607 399	631 297	669 784	664 529
Zmena (%)	<i>X</i>	0,66	3,93	6,10	-0,78

Z uvedených údajov môžeme odvodiť trhovú podiel podniku na relevantnom trhu a taktiež jeho doterajší vývoj.

Tabuľka č. 13: Vývoj trhového podielu spoločnosti Koruna, s. r. o. (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe vývoja tržieb podniku a relevantného trhu)

	2011	2012	2013	2014	2015
Trhový podiel	4,44%	4,88%	5,10%	5,19%	5,38%
Zmena (%)	<i>X</i>	9,91	4,48	1,73	3,84

Vývoj tržieb a trhového podielu podniku vyjadruje mierne rastúci trend, a to napriek nie ideálnym ekonomickým podmienkam a tvrdej konkurencii. Je to spôsobené neustálym rozširovaním spoločnosti prostredníctvom nových predajní, a taktiež investovaním do spríjemňovania prostredia predajní, najmä inovovaním technického vybavenia, rozširovaním sortimentu predaja a rozširovaním možnosti úhrad za predaný tovar. V poslednom analyzovanom roku spoločnosť otvorila 3 nové maloobchodné prevádzky a predĺžila otváracie hodiny.

Prognózu vývoja trhu a samotných tržieb podniku stanovíme pomocou regresnej analýzy. Regresná analýza popisuje vývoj trhu ako funkciu zvolenej makroekonomickej veličiny, pre ktorú poznáme predikciu. Makroekonomickými veličinami relevantnými pre trh, v ktorom podnik pôsobí, sme sa zaoberali v SLEPT analýze, konkrétne pri ekonomických faktoroch.

Aby bola prognóza čo najrealistickejšia, musíme použiť takú veličinu, ktorá dosahovala v skúmanom období najsilnejšiu závislosť na vývoji tržieb trhu. S tým nám pomôže Pearsonov korelačný koeficient, ktorého hodnotu hľadáme čo najbližšiu ku 1 (→ najsilnejšia priamoúmerná závislosť).

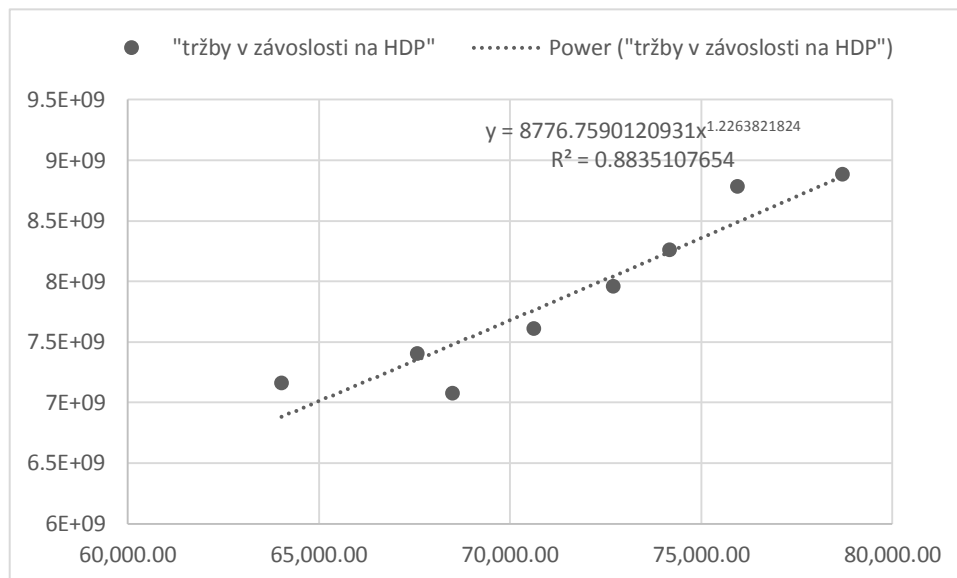
Ako sme spomínali v úvode strategickej analýzy, vývoj relevantných tržieb sa nedá sledovať do vzdialenejšej minulosti ako je 5 rokov. Pre presnejšiu prognózu sme okrem tržieb relevantného trhu sledovali aj celoslovenské tržby za maloobchod v nešpecializovaných predajniach, pre ktoré sú zistiteľné údaje 8 rokov do minulosti. Tieto dva spôsoby sme porovnali pomocou Pearsonovho koeficientu pre závislosť tržieb relevantného trhu (Žilinského kraja) a následne pre závislosť tržieb celoslovenského trhu na najsilnejšom makroekonomickom ukazovateli. V našom prípade, tržby relevantného aj celoslovenského trhu najvernejšie kopírujú vývoj HDP (Pearson relevantný trh = 0,9081, Pearson celoslovenský trh = 0,9454). Pre vyššiu závislosť republikového trhu na HDP, budeme ďalej pri prognóze tržieb spoločnosti uvažovať s týmto spôsobom výpočtu. Aby sme mohli vypočítať budúce tržby trhu, potrebujeme ďalej poznať trendovú spojnicu, ktorá vyjadruje vývoj tržieb trhu ako funkciu vývoja HDP. Pri výbere najvhodnejšej rovnice sme sa riadili hodnotou spoľahlivosti (R^2):

- Lineárna → 0,8937
- Exponenciálna → 0,8948
- Logaritmická → 0,8812
- Kvadratická → 0,9280
- Mocninová → 0,8835

Keďže sú hodnoty podobné, pre lepší výber sme ešte porovnali skutočné tržby trhu za roky 2008-2015 s hodnotami podľa jednotlivých rovníc a následne vyjadrili

odchýlky. Najnižšiu odchýlku má trendová spojnica vyjadrená mocninovou rovnicou, ktorá má nasledovný tvar.

Graf č. 5: Tržby trhu SR v závislosti na HDP vyjadrené mocninovou rovnicou (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov zo ŠÚSR)



Pomocou odvodennej mocninovej rovnice stanovíme prognózu tržieb trhu a tržieb oceňovaného podniku. Trhový podiel predpokladáme v konštantne rastúcej výške podľa indexu rastu posledného známeho roku (2015). Spoločnosť plánuje pokračovať v rozširovaní maloobchodných prevádzok, do konca roka 2016 mala v pláne otvoriť ďalších približne 5 nových predajní, čo je viac ako v roku 2015, kedy otvorila 3 predajne. Preto posudzujeme pokračujúci trend vývoja trhového podielu za reálne dosiahnuteľný.

Tabuľka č. 14: Prognóza tržieb a trhového podielu (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a strategickej analýzy)

	2016	2017	2018	2019
Prognóza tržieb trhu SR (tis. €)	9 222 853	9 574 706	10 070 200	10 641 220
Zmena (%)	3,84	3,82	5,18	5,67
Prognóza trhového podielu	0,41%	0,42%	0,43%	0,43%
Zmena (%)	1,85	1,85	1,85	1,85
Prognóza tržieb Koruna	37 845 172	40 016 516	42 866 747	46 136 266
Zmena (%)	5,76	5,74	7,12	7,63

Prognóza tržieb spoločnosti Koruna rastie priemerným tempom 6,56%. V predchádzajúcich rokoch bolo toto tempo rastu 8,73%. Trh, na ktorom podnik pôsobí, sa vyznačuje stabilne silnou konkurenciou a v budúcom období sa neočakávajú rapidné zmeny. Ak bude spoločnosť pokračovať v doterajšom trende rozširovania pôsobnosti a skvalitňovania služieb tak, ako má v pláne, považujeme tempo rastu za dosiahnuteľné. Taktiež tento trend podporuje silná závislosť rastu trhu na HDP, ktorého vývoj zohľadňuje viacero faktorov a je odborne prognózovaný.

2.3 Finančná analýza

Úlohou finančnej analýzy je preveriť finančné zdravie oceňovaného podniku, ktoré taktiež vypovedá o konkurenčnej sile a postavení podniku na trhu. Je základom pre stanovenie finančného plánu, ktorý následne vedie k výslednému výnosovému oceneniu. V rámci finančnej analýzy sa budeme najskôr venovať vertikálnej a horizontálnej analýze účtovných výkazov spoločnosti za posledných 5 rokov a následne preskúmame pomerové ukazovatele - likviditu, zadlženosť, rentabilitu a aktivitu. Nakoniec preveríme finančné zdravie spoločnosti aj pomocou súhrnných indexov.

2.3.1 Vertikálna a horizontálna analýza súvahy a výkazu ziskov a strát

AKTÍVA

V nasledujúcej tabuľke č. 15 je zhrnutá vertikálna a v tabuľke č. 16 horizontálna analýza aktív oceňovanej spoločnosti za sledované obdobie.

Tabuľka č. 15: Vertikálna analýza aktív za roky 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti)

	2011	2012	2013	2014	2015
AKTÍVA	100%	100%	100%	100%	100%
Neobežný majetok	4,51%	7,40%	7,24%	7,70%	7,86%
DHM	4,43%	5,58%	5,94%	6,66%	7,26%
Obežný majetok	94,62%	91,66%	92,07%	91,74%	91,55%
Tovar	49,18%	56,28%	58,87%	61,32%	61,77%
Krátkodobé pohľadávky	9,54%	10,54%	14,18%	10,86%	8,60%
Finančné účty	35,89%	24,73%	19,01%	19,55%	21,17%

Tabuľka č. 16: Horizontálna analýza aktív za roky 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti)

	11/12	12/13	13/14	14/15
AKTÍVA	0,16%	11,09%	-2,35%	-5,25%
Neobežný majetok	64,41%	8,62%	3,89%	-3,31%
DHM	25,97%	18,32%	9,51%	3,24%
Obežný majetok	-2,98%	11,58%	-2,70%	-5,45%
Tovar	14,61%	16,19%	1,72%	-4,56%
Krátkodobé pohľadávky	10,72%	49,46%	-25,23%	-24,94%
Finančné účty	-31,00%	-14,63%	0,44%	2,60%

Ako vidíme v tabuľke vertikálnej analýzy, takmer celý majetok spoločnosti tvorí obežný majetok s podielom vyše 90%. Tým pádom môžeme povedať, že ide o kapitálovo ľahkú spoločnosť. V prípade maloobchodu to nie je nič neobvyklé. Podnik nemá v majetku vysokú hodnotu stavieb, pretože si maloobchodné prevádzky prenajíma. Dlhodobý hmotný majetok teda tvoria prevažne samostatne hnutelné veci. Taktiež má zanedbateľný podiel nehmotného majetku, ktorý tvorí základný softvér.

Najvyšší podiel z obežného majetku na celkovom majetku má tovar. Tento podiel sa každým rokom zvyšuje. Nárast je v rokoch 2012 a 2013 spôsobený nárastom hodnoty tovaru, ale v ďalších dvoch rokoch skôr poklesom hodnoty celkových aktív, ktoré sa od roku 2013 znižujú. Najväčší podiel na tomto poklese majú hlavne pohľadávky z obchodného styku voči prepojeným účtovným jednotkám, ktoré sa od roku 2013 počas nasledujúcich dvoch rokov výrazne znížili.

Významný podiel na obežnom majetku majú tiež finančné účty, ktorých podiel sa ale znižuje. V roku 2012 a 2013 sa znížila aj ich hodnota. Tento fakt môžeme brať na jednej strane pozitívne, pretože je to spôsobené tým, že spoločnosť v roku 2012 investovala do nového softvéru, a tiež do dlhodobého hmotného majetku z dôvodu rozširovania prevádzok. Na druhej strane, v rokoch 2012 a 2013 sa výraznejšie zvýšili zásoby vo forme tovaru, čo mohlo byť spôsobené poklesom predaja. Taktiež v roku 2013 výrazne stúpli pohľadávky z obchodného styku voči prepojeným jednotkám, čo mohlo spôsobiť pokles finančných účtov.

PASÍVA

Rovnako ako pri aktívach si najskôr uvedieme zhrnutie vertikálnej a horizontálnej analýzy pasív v tabuľkách č. 17 a 18.

Tabuľka č. 17: Vertikálna analýza pasív za roky 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti)

	2011	2012	2013	2014	2015
PASÍVA	100%	100%	100%	100%	100%
Vlastné imanie	4,24%	5,81%	5,94%	7,62%	8,50%
VH minulých rokov	0,00%	4,02%	5,04%	5,89%	7,84%
VH za ÚO po zdanení	4,02%	1,58%	0,72%	1,53%	0,46%
Záväzky	95,76%	94,19%	94,06%	92,18%	91,50%
Dlhodobé záväzky	0,47%	0,50%	0,32%	0,28%	0,26%

Krátkodobé záväzky	92,41%	90,23%	90,17%	87,68%	85,98%
Krátkodobé rezervy	2,88%	3,47%	3,56%	4,22%	5,26%

Tabuľka č. 18: Horizontálna analýza pasív za roky 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti)

	11/12	12/13	13/14	14/15
PASÍVA	0,16%	11,09%	-2,35%	-5,25%
Vlastné imanie	37,33%	13,69%	25,16%	5,68%
VH minulých rokov	n/a	39,30%	14,21%	26,00%
VH za ÚO po zdanení	-60,70%	-49,63%	108,95%	-71,74%
Záväzky	-1,49%	10,93%	-4,30%	-5,95%
Dlhodobé záväzky	5,98%	-28,03%	-14,01%	-12,10%
Krátkodobé záväzky	-2,21%	11,02%	-5,05%	-7,08%
Krátkodobé rezervy	20,42%	14,20%	15,65%	17,97%

Oceňovaný podnik má veľmi nízky podiel vlastného imania na celkových pasívach. Je to preto, že v roku 2011 mal nulový VH minulých rokov. Rok predtým musel byť tento VH vyplatený s najväčšou pravdepodobnosťou materskej spoločnosti. Od roku 2011 sa vlastné imanie opäť kumuluje z VH za ÚO, ktoré sa každoročne presúvajú do nerozdeleného zisku. Preto sa aj jeho podiel postupne zvyšuje. Vývoj VH za ÚO po zdanení sa až na rok 2014 vyvíja negatívne a v poslednom roku vykazoval najnižšiu hodnotu. Bližšie sa na túto položku pozrieme pri analýze výkazu ziskov a strát.

Vďaka nízkej hodnote vlastného imania a obstaraniu nehmotného majetku v roku 2012 bola spoločnosť v rokoch 2013 a 2014 podkapitalizovaná, a teda nespĺňala zlaté bilančné pravidlo financovania. To znamená, že výška dlhodobých zdrojov nepokrývala hodnotu neobežného majetku. Pre dcérsku spoločnosť to nemusí znamenať väčší problém, pretože vlastný kapitál je sústredený v matke. Nakoniec však postupným navýšením vlastného imania bolo toto pravidlo financovania v roku 2015 splnené.

Najvyššou položkou v pasívach sú záväzky, a to konkrétne tie krátkodobé. V rámci nich sú najvýznamnejšie položky záväzky z obchodného styku, ktoré sú typické pre obchodnú spoločnosť a záväzky voči spoločníkom a združeniu. Druhé zmienené záväzky sú vo forme pôžičky od nebankového subjektu (spriaznenej spoločnosti), ktorá podľa dohody nie je úročená. Spoločnosť je teda financovaná z čisto nebankových a neúročených zdrojov. V spoločnosti prevažujú krátkodobé záväzky, pretože obchoduje s tovarom rýchlej spotreby, ktorý vyžaduje pravidelné a časté dodávanie zásob.

Spoločnosť ďalej tvorí krátkodobé rezervy na nevyčerpanú dovolenku, na audit a na daňové priznanie. S postupným rozširovaním spoločnosti a pribúdaním nových zamestnancov rastú aj tvorené rezervy.

Tabuľka č. 19: Vertikálna analýza výkazov ziskov a strát za roky 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti)

	2011	2012	2013	2014	2015
Výnosy z hospodárskej činnosti	100%	100%	100%	100%	100%
Tržby z predaja tovaru	98,56%	98,99%	98,37%	98,44%	97,93%
Tržby z predaja služieb	1,34%	0,94%	1,53%	1,48%	1,99%
Náklady na hospodársku činnosť	99,21%	99,55%	99,60%	99,45%	99,58%
Náklady vynaložené na obstaranie predaného tovaru	82,78%	83,29%	82,92%	82,69%	81,39%
Služby	3,77%	3,32%	3,19%	3,58%	4,25%
Osobné náklady	8,83%	9,21%	10,03%	10,45%	11,15%
VH z hospodárskej činnosti	0,79%	0,45%	0,40%	0,55%	0,42%
Pridaná hodnota	9,84%	9,96%	10,70%	11,29%	11,87%
VH z finančnej činnosti	-0,16%	-0,20%	-0,27%	-0,33%	-0,35%
VH za ÚO po zdanení	0,52%	0,18%	0,09%	0,16%	0,05%

Tabuľka č. 20: Horizontálna analýza výkazov ziskov a strát za roky 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti)

	11/12	12/13	13/14	14/15
Výnosy z hospodárskej činnosti	10,61%	8,62%	7,91%	3,03%
Tržby z predaja tovaru	11,10%	7,94%	7,98%	2,49%
Tržby z predaja služieb	-22,58%	76,95%	5,01%	38,31%
Náklady na hospodársku činnosť	10,99%	8,68%	7,75%	3,17%
Náklady vynaložené na obstaranie predaného tovaru	11,30%	8,14%	7,61%	1,41%
Služby	-2,40%	4,27%	21,03%	22,54%
Osobné náklady	15,39%	18,19%	12,45%	9,97%
VH z hospodárskej činnosti	-37,16%	-3,54%	49,24%	-21,73%
Pridaná hodnota	11,96%	16,75%	13,81%	8,37%
VH z finančnej činnosti	-38,61%	-42,17%	-35,54%	-6,78%
VH za ÚO po zdanení	-60,70%	-49,63%	108,95%	-71,74%

Takmer celé výnosy spoločnosti stoja na tržbách z tovaru, ktoré sú pre obchodnú spoločnosť najvýznamnejšou položkou pre tvorbu zisku. Ako vidíme, v každom roku vykazujú rast, aj keď sa VH znižuje. Ak výnosy porovnáme s nákladmi na hospodársku činnosť, až na rok 2014 rastú pomalšie ako tieto náklady, preto sa aj zisk až na spomínaný rok 2014 vyvíja negatívne. Druhou položkou výnosov sú tržby z predaja služieb, ktoré predstavujú minimálny podiel na celkových výnosoch, ktorý sa za sledované obdobie mierne zvyšuje.

V rámci nákladov sú najvýznamnejšou položkou zase náklady na obstaranie predaného tovaru, ktoré posledné dva roky rástli pomalšie ako tržby z predaného tovaru. Avšak výraznejší rast služieb v nákladoch spôsobil rýchlejší rast celkových nákladov v poslednom roku. Najvyššou položkou v službách je nájomné za predajne, ale nárast celkových služieb spôsobilo hlavne zvýšenie služby DobiKredit, ktorú spoločnosť zavádza vo svojich predajniach. Prostredníctvom tejto služby si môžu zákazníci dobíjať kredit u svojho operátora priamo v predajniach Koruna. Poslednou významnejšou položkou v nákladoch sú osobné náklady, ktoré rástli z dôvodu prijímania nových zamestnancov. Ich podiel na tržbách sa zvyšuje, čo značí zhoršovanie efektívnosti práce. Celkový nárast osobných nákladov sa však znižuje.

Pridaná hodnota má napriek poklesu celkového rastu pozitívny vývoj z pohľadu podielu na výnosoch. Je to hlavný ukazovateľ finančnej výkonnosti podniku, ktorý hovorí o tom, ako podnik hospodári prostredníctvom hlavnej podnikateľskej aktivity.

Čo sa týka výsledku hospodárenia z hospodárskej činnosti, od roku 2012 predstavuje relatívne stály podiel na tržbách, a teda kopíruje ich vývoj. Výraznejší pokles hlavne v roku 2012 má za následok navýšenie hodnoty tovaru na sklade, ktorý sa za sledované obdobie nepredal. Taktiež k tomu prispel výraznejší nárast osobných nákladov v prvých dvoch rokoch. Pokles v poslednom roku má na svedomí už spomínané navýšenie služieb v nákladoch. Vývoj konečného VH za ÚO ovplyvňuje VH z finančnej činnosti, ktorý je ako u väčšiny slovenských podnikov záporný. Táto strata sa každým rokom prehĺbuje. Najvyššiu položku v nákladoch na finančnú činnosť predstavujú ostatné náklady na finančnú činnosť, pod ktorými sa skrývajú hlavne náklady na krátkodobý finančný majetok v podobe pôžičky od nebankového subjektu.

2.3.2 Analýza pomerových ukazovateľov

Pre lepšie preskúmanie finančného zdravia podniku slúžia pomerové ukazovatele, ktoré sa delia na viaceré skupiny a vypovedajú o rôznych stránkach finančného zdravia podniku, ako o schopnosti hradiť svoje záväzky (likvidita), o zadlženosti podniku, o výnosnosti podnikovej činnosti (rentabilita) a o tom, či podnik efektívne využíva svoj majetok (ukazovatele aktivity). Existujú určité odporúčané hodnoty pre dané ukazovatele, ale nedajú sa zovšeobecňovať pre všetky odvetvia. Bohužiaľ na Slovensku neexistuje žiadna organizácia, ktorá by sledovala a aj zverejňovala dané ukazovatele pre konkrétne odvetvia, s ktorými by sme mohli ukazovatele oceňovaného podniku porovnať. Existuje však európska databáza AMADEUS⁸⁰, ktorá zhromažďuje rôznorodé finančné údaje a ukazovatele európskych podnikov, z ktorej sme vybrali 6 najväčších konkurentov pre oceňovanú spoločnosť. Konkurent COOP Jednota má však viacero družstiev v jednotlivých mestách, a preto v konečnom dôsledku porovnávame s mediánom ukazovateľov spolu 32 podnikov vrátane spoločnosti Koruna. Pre porovnanie sme použili medián namiesto priemeru z dôvodu menšieho skreslenia extrémami hodnôt ukazovateľov.

LIKVIDITA

Ukazovatele likvidity oceňovanej spoločnosti a odboru sme zhrnuli do nasledujúcej tabuľky.

Tabuľka č. 21: Ukazovatele likvidity za roky 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a databázy AMADEUS)

	2011	2012	2013	2014	2015
L1 (okamžitá)	0,39	0,27	0,21	0,22	0,25
Zmena (%)	<i>X</i>	-29,44	-23,10	5,78	10,43
Odbor	0,13	0,15	0,12	0,12	0,11
L2 (pohotovú)	0,49	0,39	0,37	0,35	0,35
Zmena (%)	<i>X</i>	-20,48	-5,85	-5,77	-0,16
Odbor	0,31	0,30	0,25	0,24	0,22
L3 (bežná)	1,02	1,02	1,02	1,05	1,06
Zmena (%)	<i>X</i>	-0,79	0,51	2,47	1,76
Odbor	0,78	0,78	0,71	0,67	0,69

⁸⁰ Databáza Amadeus, 2017

Maloobchodné spoločnosti sa vo všeobecnosti vyznačujú nízkou likviditou a Koruna nie je výnimkou. Je to z časti preto, že obchodné spoločnosti majú rýchlejší obrat pohľadávok a zásob ako obrat záväzkov. Pohľadávky sú vyplácané väčšinou ihneď pri nákupe a zásoby sú vo forme tovaru rýchlej spotreby. Naopak záväzky majú zväčša dlhšiu dobu splatnosti. Ako vidíme v tabuľke, oceňovaný podnik má ešte celkom vysoké hodnoty likvidity oproti mediánu svojich konkurentov, a to na všetkých jej stupňoch. V roku 2012 všetky typy likvidity v spoločnosti poklesli. Je to spôsobené znížením hodnoty finančných účtov, konkrétne financií na bankovom účte, ktoré boli investované do nového softvéru a rozširovania prevádzok. V roku 2013 pretrvával pokles finančných účtov, ktorý ovplyvnil hlavne likviditu 1. stupňa a z časti likviditu 2. stupňa. Avšak na L2 a L3 pôsobila aj rastúca hodnota pohľadávok a v prípade L3 aj rastúce zásoby, čím sa vykompenzoval pokles finančných účtov. V rokoch 2014 a 2015 naďalej rástli zásoby, avšak naopak pohľadávky poklesli. Napriek poklesom v hodnotách likvidity, nedosiahla oceňovaná spoločnosť ani v jednom roku nižšiu úroveň odvetvia. Je to spôsobené hlavne nižšou hodnotou záväzkov, ktorú potvrdzuje aj doba splatnosti záväzkov, ktorá je o polovicu nižšia ako u konkurencie. Tento ukazovateľ spolu s ostatnými ukazovateľmi aktivity rozoberieme ďalej.

ZADLŽENOSŤ

Pre posúdenie finančného zdravia spoločnosti sú významné ukazovatele zadlženosti, ktoré ako pre podnik, tak pre odbor reprezentuje tabuľka č. 22.

Tabuľka č. 22: Ukazovatele zadlženosti za roky 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a databázy AMADEUS)

	2011	2012	2013	2014	2015
Samofinancovanie	4,24%	5,81%	5,94%	7,62%	8,50%
Zmena (%)	<i>X</i>	<i>37,12</i>	<i>2,34</i>	<i>28,17</i>	<i>11,54</i>
Odbor	48,35%	49,82%	49,15%	50,01%	50,07%
Zadlženosť	95,76%	94,19%	94,06%	92,18%	91,50%
Zmena (%)	<i>X</i>	<i>-1,64</i>	<i>-0,14</i>	<i>-1,99</i>	<i>-0,74</i>
Odbor	50,65%	51,18%	50,85%	49,99%	49,93%

Skutočnosť, že má podnik veľmi malé vlastné imanie, ktoré postupne navyšuje ziskom z minulých rokov, sa odzrkadlilo aj pri ukazovateľoch zadlženosti. Vysoké hodnoty zadlženosti v porovnaní s odborom sú zapríčinené záväzkami, ktoré vysoko

prevyšujú nízku hodnotu vlastného imania. Cudzie zdroje spoločnosti sú tvorené záväzkami z nebankových zdrojov, a to záväzkami z obchodného styku a neúročenou pôžičkou od nebankového subjektu. Druhým dôvodom vysokej zadlženosti je fakt, že oceňovaný podnik je dcérskym podnikom, ktorého matka je naopak prekapitalizovaná vlastným kapitálom. Z toho vyplýva, že vysoká zadlženosť nemusí spôsobovať žiadne veľké problémy. Významný ukazovateľ zadlženosti úrokové krytie sme v našom prípade vynechali kvôli absencii úročených pôžičiek.

RENTABILITA

Cieľom každej spoločnosti je tvorba zisku. Preto nesmie vo finančnej analýze chýbať analýza ukazovateľov ziskovosti, ktoré sú zhrnuté v nasledujúcej tabuľke.

Tabuľka č. 23: Ukazovatele rentability za roky 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a databázy AMADEUS)

	2011	2012	2013	2014	2015
ROA	4,92%	2,13%	1,13%	2,23%	0,74%
<i>Zmena (%)</i>	<i>X</i>	-56,67	-46,97	97,17	-66,92
Odbor	2,82%	3,21%	2,62%	2,69%	3,29%
ROE	94,99%	27,18%	12,04%	20,10%	5,38%
<i>Zmena (%)</i>	<i>X</i>	-71,38%	-55,70%	66,94%	-73,26%
Odbor	2,85%	3,68%	2,53%	2,46%	2,83%
ROS	0,52%	0,18%	0,09%	0,17%	0,05%
<i>Zmena (%)</i>	<i>X</i>	-64,48%	-53,62%	93,58%	-72,57%
Odbor	0,52%	0,55%	0,43%	0,47%	0,45%

Celkový negatívny vývoj rentability (okrem roku 2014) je spôsobený v prvom rade klesajúcim ziskom. Čo sa týka rentability celkových aktív, vývoj je kolísavý v závislosti od zisku a okrem roku 2011 nedosahuje medián konkurencie. Najnižšia hodnota v poslednom roku je takisto spôsobená najnižším ziskom za celé sledované obdobie. Extrémne hodnoty rentability vlastného kapitálu zo začiatku obdobia sú z dôvodu spomínaného nízkeho vlastného kapitálu, ktorý sa postupne navyšuje o nerozdelený zisk. Ako vidíme v tabuľke, v roku 2015 sa už ROE začína približovať hodnotám konkurenčných podnikov. Rentabilita tržieb sa pohybuje vo veľmi nízkych hodnotách, ktoré dosahujú úroveň konkurencie opäť len v roku 2011. Je to spôsobené vysokým konkurenčným bojom, v ktorom sa spoločnosť Koruna snaží konkurovať okrem iného aj nízkymi cenami. Cenou za udržanie zákazníkov sú potom nízke ukazovatele

rentability. Hodnoty rentability sú celkovo prijateľné, avšak do budúcnosti by sa mali postupne zlepšovať, čo sa spoločnosť snaží dosiahnuť rozširovaním prevádzok a zlepšovaním poskytovaných služieb.

AKTIVITA

Poslednou nemenej dôležitou skupinou pomerových ukazovateľov sú ukazovatele aktivity spoločnosti, ktoré vykazujú nasledujúce hodnoty.

Tabuľka č. 24: Ukazovatele aktivity za roky 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a databázy AMADEUS)

	2011	2012	2013	2014	2015
Doba obratu zásob	22,78	23,63	25,24	23,79	22,03
<i>Zmena (%)</i>	<i>X</i>	3,76	6,82	-5,77	-7,37
Odbor	23,22	22,52	22,55	21,65	20,90
Doba inkasa pohľadávok	4,42	4,42	6,08	4,21	3,07
<i>Zmena (%)</i>	<i>X</i>	0,07%	37,64%	-30,72%	-27,15%
Odbor	5,41	5,80	5,38	4,99	4,00
Doba splatnosti záväzkov	44,95	40,02	40,88	36,25	33,09
<i>Zmena (%)</i>	<i>X</i>	-10,97%	2,15%	-11,33%	-8,71%
Odbor	72,13	65,69	63,42	64,51	60,65
Obrat aktív	7,78	8,59	8,40	9,28	10,09
<i>Zmena (%)</i>	<i>X</i>	10,48%	-2,25%	10,53%	8,74%
Odbor	2,78	2,84	2,86	2,79	2,74

Ako sme už spomínali, v rokoch 2012 a 2013 výraznejšie stúpila hodnota tovaru na sklade, tým pádom aj hodnota zásob. To zapríčinilo mierny nárast doby obratu zásob v týchto rokoch. V ďalších dvoch rokoch zásoby rástli pomalšie, resp. klesali, a tým sa zlepšil celkový odbyt tovaru. V porovnaní s konkurenciou má oceňovaná spoločnosť, okrem roku 2011, mierne vyššiu dobu obratu zásob. Môže to byť spôsobené nižším celkovým predajom, čo sa odzrkadľuje vo vyššej úrovni zásob a nižších priemerných denných tržbách. V posledných dvoch rokoch však doba obratu v spoločnosti klesá rýchlejšie ako medián konkurencie, čím sa hodnoty postupne vyrovnávajú.

Doba inkasa pohľadávok je veľmi nízka z dôvodu zamerania spoločnosti na maloobchodný predaj, kde zákazníci platia okamžite pri nákupe. Nárast v roku 2013 je ovplyvnený nárastom pohľadávok z obchodného styku voči prepojeným účtovným jednotkám, ktoré tento ukazovateľ mierne skresľujú. V porovnaní s odborom má

spoločnosť okrem spomínaného roku 2013 mierne kratšiu dobu inkasa pohľadávok, čomu zodpovedajú aj vyššie hodnoty ukazovateľov likvidity.

Keď porovnáme dobu inkasa pohľadávok voči dobe splatnosti záväzkov, môžeme povedať, že je na tom spoločnosť veľmi dobre, pretože inkasuje svoje pohľadávky oveľa skôr ako spláca záväzky, čiže jej nehrozí druhotná platobná neschopnosť. Doba splatnosti záväzkov môže byť však opäť skreslená záväzkami voči prepojeným subjektom. Napriek tomu má spoločnosť oveľa lepšiu disciplínu v platení záväzkov oproti konkurencii a v sledovanom období ju dokonca zlepšuje. Na druhej strane, dlhšia doba splatnosti záväzkov môže pre spoločnosť predstavovať výhody vo forme voľných peňažných prostriedkov na financovanie rôznych investícií. Preto rýchle splácanie záväzkov nemusí byť vždy pozitívny znak a môže znamenať zlé postavenie spoločnosti voči dodávateľom. Spoločnosť Koruna však platí záväzky hlavne svojej materskej spoločnosti, ktorá skôr využije peniaze na investície, čo môže byť dôvod rýchlejšieho splácania.

Obrat aktív vysoko prevyšuje medián na trhu. Je to spôsobené v prvom rade celkovými nízkymi hodnotami majetku, ktoré sú zapríčinené tým, že spoločnosť svoje maloobchodné prevádzky nedrží vo vlastníctve, ale si ich prenájíma. Taktiež Koruna, ako dcérska spoločnosť, nevlastní administratívne budovy, ktoré sú vo vlastníctve matky. Vysoký obrat aktív je však kompenzovaný relatívne nízkou rentabilitou tržieb, čo vyúsťuje do nižšej hodnoty rentability aktív v porovnaní s hodnotami odboru.

2.3.3 Súhrnné indexy

Súhrnné indexy vypovedajú o tom, či je podnik finančne zdravý a či existuje v budúcnosti možnosť ohrozenia bankrotom. Keďže väčšina indexov sleduje výrobné podniky, nemohli sme ich v tejto práci použiť. V prípade obchodnej spoločnosti je použiteľný Altmanov model, ktorý je upravený špeciálne pre nevýrobné podniky. Sleduje sa tzv. Z-score spoločnosti, pre ktoré platí:

- $Z\text{-score} \geq 2,6$ → nie je hrozba bankrotu
- $Z\text{-score} \leq 1,1$ → hrozba bankrotu
- $1,1 < Z\text{-score} < 2,6$ → šedá zóna (záver sa nedá jednoznačne stanoviť)

Z-score pre nevýrobné podniky:⁸¹

- $Z\text{-score} = 6,56 \cdot \text{ČPK}/A + 3,26 \cdot \text{NZ}/A + 6,72 \cdot \text{EBIT}/A + 1,05 \cdot \text{VK}/\text{CZ}$

Tabuľka č. 25: Altmanov model pre nevýrobné podniky (Koruna, s.r.o.) (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)

Ukazovateľ	Váha	2011	2012	2013	2014	2015
ČPK/A	6,56	0,03	0,02	0,03	0,04	0,06
NZ/A	3,26	0,00	0,04	0,05	0,06	0,08
EBIT/A	6,72	0,06	0,04	0,03	0,05	0,04
VK/CZ	1,05	0,04	0,06	0,06	0,08	0,09
Z-score		0,66	0,61	0,63	0,91	1,04
Hrozba?		ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO

Ako vidíme v tabuľke, spoločnosť Koruna vykazuje hrozbu bankrotu v každom skúmanom roku. Je to hlavne preto, že má veľmi nízke hodnoty vlastného kapitálu, ktorý najviac ovplyvňujú nerozdelené zisky minulých rokov. Ako sme spomínali v úvode finančnej analýzy, v dôsledku pravdepodobného vyplatenia ziskov materskej spoločnosti je v prvom skúmanom roku VH minulých rokov nulový a následne sa postupne kumuluje. Tým sa zlepšuje aj Z-score Altmanovho modelu a približuje sa ku hodnote 1,1, ktorá oddeľuje šedú zónu. Keďže Altmanov model nezohľadňuje podniky, ktoré sú dcérskymi

⁸¹ ALTMAN, E. I. Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-Score and ZETA® Models, str. 22

spoločnosťami, nemôžeme považovať výsledky Z-score za predzvest' očakávaného bankrotu podniku. Pre bližšie preskúmanie bankrotnej situácie združených podnikov sme vypočítali Z-score aj pre materskú spoločnosť. Výsledky sú nasledovné:

Tabuľka č. 26: Altmanov model pre nevýrobné podniky (materská spoločnosť Libex, s.r.o.)
(Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)

Ukazovateľ	Váha	2011	2012	2013	2014	2015
ČPK/A	6,56	-0,03	-0,07	0,4	0,41	0,49
NZ/A	3,26	0,09	0,23	0,42	0,45	0,53
EBIT/A	6,72	0,12	0,13	0,17	0,16	0,13
VK/CZ	1,05	0,31	0,49	1,16	1,34	1,69
Z-score		1,21	1,65	6,31	6,62	7,54
Hrozba?		ŠZ	ŠZ	NIE	NIE	NIE

Údaje o stave materskej spoločnosti nám ukazujú, že posledné tri roky je vysoko nad hrozbou bankrotu a prvé dva roky spadá do šedej zóny. Na základe tejto skutočnosti môžeme obe spoločnosti považovať za finančne zdravé, schopné ďalej pôsobiť na trhu a dosahovať zisk.

Po uskutočnení strategickej a finančnej analýzy môžeme zhodnotiť, že oceňovaná spoločnosť spĺňa predpoklad „going concern“ (pokračovanie spoločnosti v podnikaní), ktorý je nevyhnutný pre použitie výnosových metód ocenenia podniku.

2.4 Zhrnutie vo forme SWOT matice

Na základe zistených skutočností zo strategickej a finančnej analýzy, spracujeme SWOT maticu, ktorá je tvorená silnými a slabými stránkami spoločnosti, a taktiež príležitosťami a hrozbami, ktoré pôsobia na oceňovanú spoločnosť.

Tabuľka č. 27: SWOT matica (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe strategickej a finančnej analýzy)

SILNÉ STRÁNKY	SLABÉ STRÁNKY
<ul style="list-style-type: none"> dostupnosť predajní kvalitný management stabilný dodávateľ nižšie ceny členstvo v sieti Fresh – spoločná konkurencia proti nadnárodným reťazcom neúročené zdroje financovania 	<ul style="list-style-type: none"> menšia spoločnosť – menší rozsah pôsobnosti závislosť na materskej spoločnosti slabšia konkurenčná pozícia voči nadnárodným reťazcom určité povinnosti vyplývajúce z členstva v sieti Fresh nízka rentabilita vysoká zadlženosť
PRÍLEŽITOSTI	HROZBY
<ul style="list-style-type: none"> rozšírenie sortimentu rozšírenie pôsobnosti prostredníctvom nových predajní zlepšenie poskytovaných služieb marketingové akcie na prilákanie nových zákazníkov 	<ul style="list-style-type: none"> silná konkurencia v odvetví časté legislatívne zmeny nejednotnosť pri riadení (matka x dcéra) strata členstva v sieti Fresh znižovanie rastu počtu obyvateľov znižovanie spotreby obyvateľov

2.5 Rozdelenie majetku

Po uvedených analýzach môžeme pristúpiť k samotnému procesu ocenenia spoločnosti. Pred analýzou hlavných generátorov hodnoty je potrebné rozdelenie majetku, pri ktorom vylúčime prevádzkovo nepotrebný majetok. Toto rozdelenie je dôležité kvôli odlišnému prístupu ku stanoveniu hodnoty aktív potrebných na prevádzku podniku a prevádzkovo nepotrebných aktív.

Tabuľka č. 28: Rozdelenie majetku na prevádzkovo potrebný a nepotrebný (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)

Rozdelenie majetku	2011	2012	2013	2014	2015
DNM	2 526	62 853	49 614	38 750	21 148
DHM	152 721	192 384	227 631	249 278	257 355
DM prevádzkovo nutný	155 247	255 237	277 245	288 028	278 503
Zásoby	1 694 276	1 945 083	2 256 242	2 294 897	2 190 164
Pohľadávky	328 440	363 655	543 522	406 418	305 041
Ostatné aktíva (ČR)	29 909	32 419	26 688	21 171	21 185
Krátkodobé záväzky	3 182 738	3 112 392	3 455 300	3 280 833	3 048 473
Ostatné pasíva (ČR)	0	0	0	7 505	0
Peniaze (fin. účty)	1 236 198	853 034	728 265	731 458	750 511
Likvidita	0,39	0,27	0,21	0,22	0,25
Prev. nutná likvidita	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Prevádzkovo nutné peniaze	636 548	622 478	691 060	656 167	609 695
Pracovný kapitál prevádzkovo nutný	-493 565	-148 757	62 212	90 315	77 612
Investovaný kapitál prev. nutný	-338 318	106 480	339 457	378 343	356 115

Následne určíme korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia (KPVH).

Tabuľka č. 29: Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)

	2011	2012	2013	2014	2015
VH z hosp. činnosti	212 364	133 443	128 722	192 110	150 359
Vylúčenie VH z predaja majetku	-4 288	-125	-4 720	0	-8 834
KPVH	208 076	133 318	124 002	192 110	141 525

Zmenu v rozdelení majetku môžeme vidieť v prípade finančných účtov, ktoré sú znížené pomocou prevádzkovo nutnej likvidity stanovenej na úrovni 0,2. Spoločnosť v každom roku prevyšuje prevádzkovo nutnú likviditu, a teda vykazuje prevádzkovo nepotrebné finančné účty, ktoré sú z majetku vyradené. Táto úprava spôsobila, že oceňovaný podnik má v prvých dvoch rokoch záporný prevádzkovo nutný pracovný kapitál. Obchodná spoločnosť môže krátkodobo vykazovať záporný pracovný kapitál, pretože výška pohľadávok pri platení zákazníkmi okamžite pri nákupe, dosahuje nízke hodnoty, a takisto výška zásob je v týchto rokoch nižšia z dôvodu vyššieho predaja. Ako sme spomínali v predošlých analýzach, na druhej strane krátkodobé záväzky disponujú dlhšou splatnosťou, a preto prevyšujú hodnotu pohľadávok, zásob a prevádzkovo nutných peňazí. Navyše v prípade dcérskej spoločnosti sú krátkodobé záväzky z veľkej časti tvorené záväzkami voči prepojeným účtovným jednotkám, teda matke, voči ktorej môže byť doba splatnosti záväzkov skreslená. Materská spoločnosť tak môže poskytovať svojej dcére dodatočný kapitál vo forme krátkodobých pôžičiek, ktoré sa môžu v prípade potreby zmeniť na dlhodobé.

KPVH dostaneme vylúčením VH z predaja majetku z VH z hospodárskej činnosti. Keďže oceňujeme maloobchodnú spoločnosť, predaj majetku nesúvisí s hlavnou činnosťou spoločnosti.

2.6 Generátory hodnoty

Medzi najdôležitejšie generátory hodnoty patria: tržby, prevádzková zisková marža, pracovný kapitál, investičná činnosť do dlhodobého majetku. Čo sa týka tržieb, ich analýza a prognóza bola spracovaná v rámci strategickej analýzy.

2.6.1 Zisková marža

Analýzu ziskovej marže uskutočníme zhora aj zdola. Pri prognóze ziskovej marže zdola potrebujeme určiť podiely z tržieb jednotlivých položiek výkazov.

Tabuľka č. 30: Podiely z tržieb v rokoch 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)

	2011	2012	2013	2014	2015
Obchodná marža	15,79%	15,71%	15,47%	15,76%	16,55%
Pridaná hodnota	9,85%	9,96%	10,71%	11,29%	11,88%
Osobné N	8,84%	9,22%	10,04%	10,45%	11,16%
Mzdové N	6,13%	6,38%	6,90%	7,18%	7,84%
N na soc. zabezpečenie	2,71%	2,84%	3,14%	3,28%	3,32%
Dane a poplatky	0,05%	0,07%	0,06%	0,06%	0,06%
Ostatné položky	0,05%	0,08%	-0,004%	0,01%	0,02%

Následne určíme priemerné tempo rastu hlavných položiek ovplyvňujúcich ziskovú maržu, na základe ktorých spolu s položkami dane a poplatky a ostatné položky dopočítame ziskovú maržu.

Tabuľka č. 31: Analýza ziskovej marže zdola v rokoch 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)

	2011	2012	2013	2014	2015
Obchodná marža	4 229 784	4 655 732	4 976 476	5 473 542	5 922 539
Podiel z tržieb	15,79%	15,71%	15,47%	15,76%	16,55%
Ročné tempo rastu	X	10,07%	6,89%	9,99%	8,20%
Priemer	8,78%				
Výkony	358 778	277 751	491 490	516 110	713 815
Podiel z tržieb	1,34%	0,94%	1,53%	1,49%	1,99%
Ročné tempo rastu	X	-22,58%	76,95%	5,01%	38,31%
Priemer	18,77%				
Výkonová spotreba	1 951 565	1 981 057	2 021 034	2 066 803	2 385 175
Podiel z tržieb	7,29%	6,69%	6,28%	5,95%	6,67%
Ročné tempo rastu	X	1,51%	2,02%	2,26%	15,40%

Priemer	5,14%				
Osobné N	2 367 614	2 732 076	3 229 147	3 631 026	3 992 927
Ročné tempo rastu	X	15,39%	18,19%	12,45%	9,97%
Priemer	13,96%				
KPVH pred odpismi	243 236	177 187	199 417	269 454	230 663
Zisková marža zdola	0,91%	0,60%	0,62%	0,78%	0,64%

Najdôležitejšou položkou a ťažiskom príjmu pre maloobchodný podnik je obchodná marža, ktorá rastie za sledované obdobie priemerným tempom 8,78%. Podiel z tržieb má takisto pozitívny vývoj. Je to z dôvodu pomalšieho rastu nákladov na predaný tovar oproti tržbám z tohto tovaru. Výkony sa na celkových tržbách podieľajú zanedbateľnou čiastkou s podielom okolo 1-2%. Výkonová spotreba síce rastie pomalšie ako výkony, ale má o dosť vyšší podiel na tržbách. Ako sme spomínali vo finančnej analýze, je to kvôli nákladom na služby. Tieto náklady potom následne vplývajú aj na výsledok hospodárenia.

Na základe historických dát ďalej spracujeme prognózu jednotlivých položiek do budúcnosti. Vo väčšine ukazovateľov vychádzame z geometrického priemeru doterajšieho vývoja. Výnimkou sú osobné náklady, ktoré sme stanovili ako geometrický priemer posledných dvoch rokov, aby sme zachovali súčasný stav miezd a ich rast s rastom tržieb, pretože spoločnosť ďalej plánuje otvárať nové predajne. V minulom období sa značne zvyšoval podiel osobných nákladov na tržbách, a tým sa zhoršovala efektivita práce. Celkové tempo rastu sa však postupne znižovalo, preto predpokladáme celkové ustálenie podielu nákladov na tržbách na spomínanej úrovni priemernej hodnoty posledných dvoch rokov. Pri výkonoch uvažujeme hodnotu podielu z posledného roka, pretože nie je dôvodný predpoklad jej poklesu aj kvôli novým investíciám do služieb. Pri výkonnej spotrebe sme mierne znížili uvažovaný podiel na tržbách (vynechané prvé dva roky), pretože podnik znižuje spotrebu materiálu. Prognóza podielov na tržbách a ziskovej marže zdola je uvedená v nasledujúcich tabuľkách č. 32 a 33.

Tabuľka č. 32: Prognóza podielov jednotlivých položiek na tržbách na roky 2016-2019 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)

	Pridaná hodnota	Osobné N	Mzdové N	N na soc. zabezp.	Dane a popl.	Ostatné položky
2016-2019	10,71%	10,80%	7,50%	3,30%	0,06%	0,03%

Tabuľka č. 33: Prognóza ziskovej marže zdola na roky 2016-2019 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)

	2016	2017	2018	2019
Obchodná marža	5 999 267	6 343 471	6 795 294	7 313 582
Podiel z tržieb	15,85%	15,85%	15,85%	15,85%
Ročné tempo rastu	1,30%	5,74%	7,12%	7,63%
Priemer	5,42%			
Výkony	754 944	798 259	855 116	920 337
Podiel z tržieb	1,99%	1,99%	1,99%	1,99%
Ročné tempo rastu	5,76%	5,74%	7,12%	7,63%
Priemer	6,56%			
Výkonová spotreba	2 381 314	2 517 941	2 697 285	2 903 011
Podiel z tržieb	6,29%	6,29%	6,29%	6,29%
Ročné tempo rastu	-0,16%	5,74%	7,12%	7,63%
Priemer	5,03%			
Osobné N	4 087 570	4 322 091	4 629 938	4 983 071
Ročné tempo rastu	2,37%	5,74%	7,12%	7,63%
Priemer	5,69%			
KPVH pred odpismi	251 978	266 435	285 412	307 181
Zisková marža zdola	0,67%	0,67%	0,67%	0,67%

Z dôvodu miernejšieho tempa rastu celkových tržieb sa znížili aj tempá rastu jednotlivých položiek, ktoré sme prognózovali na základe podielu z tržieb. Ustálil sa najmä rast výkonov, ktoré reprezentujú tržby zo služieb. Prudší rast služieb v rokoch 2011-2015 majú za následok zvýšené investície v tejto oblasti. V ďalších rokoch sa predpokladá teda menej dynamický rast. Ďalším väčším znížením rastu je rast osobných nákladov, pri ktorých uvažujeme ustálenie v podielu na tržbách z vyššie zmienených dôvodov.

Prognóza ziskovej marže zhora by mala korešpondovať s prognózou zdola. Minulú a prognózovanú ziskovú maržu zobrazujú nasledujúce tabuľky č. 34 a 35.

Tabuľka č. 34: Zisková marža a KPVH za roky 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)

	2011	2012	2013	2014	2015
Zisková marža	0,89%	0,60%	0,61%	0,78%	0,64%
Priemer	0,70%				
KPVH pred odpismi	239 145	177 187	196 199	269 454	228 894
Priemerné tempo rastu	-1,09%				

Tabuľka č. 35: Prognóza ziskovej marže zhora na roky 2016-2019

	2016	2017	2018	2019
Zisková marža	0,67%	0,67%	0,67%	0,67%
Priemer	0,67%			
KPVH pred odpismi	251 978	266 435	285 412	307 181
Priemerné tempo rastu	6,83%			

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz

Priemerná zisková marža na prognózované obdobie je takmer rovnaká ako doterajší priemer. Tento vývoj považujeme za dosiahnuteľný s ohľadom na minulé obdobie. Pri pozitívnom vývoji prognózovaných tržieb teda predpokladáme aj postupný rast zisku, ktorý je okrem iného spôsobený pokračujúcim rastom výkonov, poklesom spotreby materiálu a ustálením podielu osobných nákladov. Náklady na predaný tovar sa taktiež zvyšujú pomalšie ako tržby za predaj tovaru, tým pádom sa zvyšuje obchodná marža.

2.6.2 Pracovný kapitál

Prognózu pracovného kapitálu stanovíme pomocou geometrického priemeru dôb obratu zásob pohľadávok a krátkodobých záväzkov. V prípade krátkodobých záväzkov vynecháme prvé dva roky, pretože spoločnosť v ďalších rokoch zlepšila svoju platobnú disciplínu. Doterajšie doby obratu a ich prognóza na roky 2016-2019 sú nasledovné.

Tabuľka č. 36: Prognóza dôb obratu na roky 2016-2019 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016-2019
Zásoby	23,09	23,96	25,59	24,12	22,34	23,80
Pohľadávky	4,48	4,48	6,17	4,27	3,11	4,40
KD záväzky	43,38	38,34	39,19	34,48	31,10	34,77

Pri úprave pracovného kapitálu musíme zvážiť, ktorý majetok je prevádzkovo nutný a ktorý nie. Týka sa to hlavne peňazí v pokladnici a na účtoch, ktoré vykazujú určité hodnoty likvidity, ktoré následne porovnáme so stanovenou prevádzkovo nutnou likviditou na úrovni 0,2. Peniaze, ktoré prevyšujú hodnotu prevádzkovo nutných peňažných prostriedkov na základe stanovenej likvidity, sú prevádzkovo nepotrebné a z pracovného kapitálu ich vylúčime. Upravený pracovný kapitál bude mať potom nasledovný tvar.

Tabuľka č. 37: Upravený pracovný kapitál za roky 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)

	2011	2012	2013	2014	2015
Zásoby	1 694 276	1 945 083	2 256 242	2 294 897	2 190 164
Pohľadávky	328 440	363 655	543 522	406 418	305 041
Prevádzkovo nutné peniaze	636 548	622 478	691 060	656 167	609 695
Ostatné A	29 909	32 419	26 688	21 171	21 185
KD záväzky	3 182 738	3 112 392	3 455 300	3 280 833	3 048 473
Ostatné P	0	0	0	7 505	0
Upravený pracovný kapitál	-493 565	-148 757	62 212	90 315	77 612

V prvých dvoch rokoch je upravený pracovný kapitál v záporných číslach. Je to spôsobené tým, že spoločnosť nízke hodnoty pohľadávok a zásob vykrývala vyššími hodnotami finančných účtov. Tie sme ale ponížili o prevádzkovo nepotrebné peniaze, a tak nám vyšiel záporný pracovný kapitál. Ako sme spomínali pri rozdelení majetku, v prípade maloobchodnej spoločnosti, ktorá má takmer okamžitú splatnosť pohľadávok a v zásobách má tovar krátkej spotreby, to nie je nezvyčajný jav. V roku 2013 sa navýšili pohľadávky z obchodného styku, a takisto sa zvýšili zásoby, čo malo za následok zvýšenie pracovného kapitálu.

Tabuľka č. 38: Prognóza upraveného pracovného kapitálu na roky 2016-2019 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)

	2016	2017	2018	2019
Zásoby	2 467 214	2 608 769	2 794 582	3 007 730
Pohľadávky	455 865	482 020	516 352	555 735
Prevádzkovo nutné peniaze	720 941	762 305	816 601	878 884
Ostatné A	21 185	21 185	21 185	21 185
KD záväzky	3 604 706	3 811 524	4 083 005	4 394 422
Ostatné P	0	0	0	0
Upravený pracovný kapitál	60 499	62 755	65 716	69 112

Pri prognóze upraveného pracovného kapitálu ešte určujeme výšku ostatných aktív a pasív, ktoré uvažujeme na úrovni posledného roku.

Koeficient náročnosti rastu tržieb na rast pracovného kapitálu je za minulé obdobie 6,34% a za prognózované obdobie 0,10%. Vyšší koeficient v minulom období je z dôvodu záporného pracovného kapitálu v rokoch 2011 a 2012.

2.6.3 Dlhodobý majetok a investície

Ďalším dôležitým generátorom hodnoty je dlhodobý majetok a predpokladané investície do jeho obnovy. Avšak v prípade maloobchodnej spoločnosti nezohráva až takú veľkú rolu, pretože maloobchodné predajne si spoločnosť prenajíma a administratívne budovy sú vo vlastníctve materskej spoločnosti. V nehmotnom majetku má oceňovaný podnik zaradený softvér, ktorý pravidelne obnovuje. Najvyššou položkou v dlhodobom majetku sú samostatné hnutelné veci.

Investičná náročnosť rastu tržieb na rast jednotlivých položiek dlhodobého majetku je stanovená na základe historických hodnôt majetku. V prípade nehmotného majetku a samostatných hnutelných vecí sme vychádzali z údajov za 5 rokov, keďže za toto obdobie spoločnosť stihla do majetku investovať. V prípade stavieb by za stanovené obdobie vychádzali záporné hodnoty investičnej náročnosti z dôvodu nulových investícií do stavieb. Preto sme vychádzali z dlhšieho (7 ročného) obdobia, za ktoré sa už určité investície do stavieb uskutočnili. Investičná náročnosť rastu tržieb na rast dlhodobého majetku za sledované obdobie je zmapovaná v tabuľkách č. 39 až 41.

Tabuľka č. 39: Investičná náročnosť nehmotného majetku za roky 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)

Nehmotný majetok	2011	2012	2013	2014	2015
Stav ku koncu roku	2 526	62 853	49 614	38 750	21 148
Odpisy		714	17 779	13 841	11 754
Investície netto		60 327	-13 239	-10 864	-17 602
Investície brutto		61 041	4 540	2 977	-5 848
Investičná náročnosť	0,21%				

Tabuľka č. 40: Investičná náročnosť stavieb za roky 2009-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)

Stavby	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Stav ku koncu roku	20 943	23 639	29 833	29 547	27 088	24 629	24 365
Odpisy				8 430	8 358	7 557	7 471
Investície netto				-286	-2 459	-2 459	-264
Investície brutto				8 144	5 899	5 098	7 207

Investičná náročnosť	0,02%
-----------------------------	-------

Tabuľka č. 41: Investičná náročnosť samostatných hnutel'ných vecí za roky 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)

Samostatné hnutel'né veci	2011	2012	2013	2014	2015
Stav ku koncu roku	122 888	162 837	200 543	224 649	232 990
Odpisy		34 725	46 060	55 946	68 144
Investície netto		39 949	37 706	24 106	8 341
Investície brutto		74 674	86 984	80 052	78 254
Investičná náročnosť	1,22%				

Na základe investičných náročností sme následne spracovali odhad investícií pre budúce obdobie.

Tabuľka č. 42: Odhad netto investícií do dlhodobého majetku na roky 2016-2019 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)

Majetok	Minulý koeficient	Odhad investícií netto pre rast tržieb 2016-2019
Nehmotný majetok	0,21%	17 150
Stavby	0,02%	1 941
Samostatné hnutel'né veci	1,22%	101 401
Celkom	1,45%	120 493

Celková investičná náročnosť sa môže zdať príliš nízka na dlhodobé prežitie spoločnosti. Pre porovnanie môžeme uviesť investičnú náročnosť tržieb na rast dlhodobého majetku konkurenčných podnikov za obdobie 2011-2015 spracovanej na základe údajov z databázy AMADEUS, ktorej medián je **21,78%**. Vyššia náročnosť tržieb môže byť však ovplyvnená extrémami hodnôt, ktoré sú pri niektorých podnikoch obrovské (spôsobené napríklad poklesom tržieb). Keď sa pozrieme na medzироčnú investičnú náročnosť, hodnoty sú už oveľa nižšie (1,44% - 7,13%), avšak stále vyššie ako pri našom podniku. Dôvod týchto rozdielnych hodnôt môžeme nájsť opäť v tom, že predmetom nášho ocenenia je dcérska spoločnosť, ktorá nepotrebuje vlastniť toľko majetku ako jej konkurenti, ktorí sú tvorení vo väčšine samostatnými subjektmi. Taktiež je to z dôvodu, že spoločnosť predajne nevlastní, ale si ich prenajíma.

Spoločnosť by teda mala podľa výpočtov v budúcom období investovať do dlhodobého majetku celkom 120 493 €. Investície budú putovať hlavne do samostatných hnuiteľných vecí, ktoré tvoria základ dlhodobého majetku podniku. Vyše 17 tis. € by mala spoločnosť investovať do obnovy softvéru. Značné investície do stavieb nepredpokladáme, a to z dôvodu, že ako sme už spomínali, spoločnosť predajne nekupuje, ale si ich prenajíma, čo značne ovplyvňuje výšku budúcich investícií, ktoré zostávajú len v podobe obnovenia softvéru a vybavenia predajní. Celkové hodnoty investícií ďalej rozplánujeme na jednotlivé roky prognózovaného obdobia, a teda zostavíme plán dlhodobého majetku, investícií a odpisov. V tabuľke je uvedený posledný rok sledovaného obdobia (2015) ako východiskový rok pre plán majetku, investícií a odpisov na roky 2016-2019.

Tabuľka č. 43: Plán dlhodobého majetku, investícií a odpisov na roky 2016-2019 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)

Nehmotný majetok	2015	2016	2017	2018	2019
Pôvodné odpisy	11 754	11 754	9 394	0	0
Zostatková hodnota	21 148	9 394	0	0	0
Nové investície netto		4 288	4 288	4 288	4 288
Investície brutto		16 042	17 692	12 721	15 901
Obstarávacía hodnota		16 042	33 734	46 455	62 356
Odpisy (1/4 z obst. h.)		0	4 010	8 433	11 614
Odpisy celkom		11 754	13 404	8 433	11 614
Zostatková hodnota	21 148	25 436	29 723	34 011	38 298
Stavby	2015	2016	2017	2018	2019
Pôvodné odpisy	7 471	7 471	7 471	7 471	1 952
Zostatková hodnota	24 365	16 894	9 423	1 952	0
Nové investície netto			1 941		
Investície brutto		7 471	9 786	8 334	3 232
Obstarávacía hodnota		7 471	17 256	25 590	28 822
Odpisy (1/20 z obst. h.)		0	374	863	1 280
Odpisy celkom		7 471	7 844	8 334	3 232
Zostatková hodnota	24 365	24 365	26 306	26 306	26 306
SHV	2015	2016	2017	2018	2019
Pôvodné odpisy	68 144	68 144	68 144	68 144	28 558
Zostatková hodnota	232 990	164 846	96 702	28 558	0
Nové investície netto		25 350	25 350	25 350	25 350
Investície brutto		93 494	109 077	127 256	108 880
Obstarávacía hodnota		93 494	202 571	329 827	438 706

Odpisy (1/6 z obst. h.)		0	15 582	33 762	54 971
Odpisy celkom		68 144	83 726	101 906	83 529
Zostatková hodnota	232 990	258 340	283 691	309 041	334 391
Celkom	2015	2016	2017	2018	2019
Odpisy		87 369	104 975	118 673	98 375
Zostatková hodnota		308 141	339 720	369 358	398 996
Celkové I netto		29 638	31 579	29 638	29 638
Celkové I brutto		117 007	136 554	148 311	128 013

Ako vidíme v pláne investícií do dlhodobého majetku, nebyť nových investícií, tak podnik v sledovanom období odpíše všetok svoj dlhodobý majetok. Nové investície sú teda nevyhnutné. Potvrdzuje to aj fakt, že spoločnosť disponuje minimom majetku, ktorý sa často obmieňa prostredníctvom nízkych investícií. Taktiež tu môžeme vidieť spojitosť s, vo finančnej analýze analyzovaným, vysokým obratom majetku a vyššou rentabilitou celkového majetku.

2.6.4 Analýza rentability prevádzkovo nutného investovaného kapitálu

Na základe údajov získaných z výpočtu upraveného pracovného kapitálu, investícií do dlhodobého majetku a ich prognóz do budúceho obdobia, môžeme stanoviť korigovaný prevádzkový zisk a ziskovú maržu po odpisoch a po upravenej dani pre sledované aj prognózované obdobie. Sadzbu dane uvažujeme za rok 2016 vo výške 22%, od roku 2017 počítame s avizovanou zmenou sadzby na 21%. Následne určíme prevádzkovo nutný investovaný kapitál celkom, jeho prognózu a rentabilitu. Údaje pre sledované obdobie sú v tabuľke č. 44 a pre prognózu v tabuľke č. 45.

Tabuľka č. 44: Analýza rentability prevádzkovo nutného kapitálu za roky 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)

	2011	2012	2013	2014	2015
Daňová sadzba	19%	19%	23%	22%	22%
KPVH po odpisoch a dani	168 542	107 988	95 482	149 846	110 390
Zisková marža	0,63%	0,36%	0,30%	0,43%	0,31%
Tempo rastu KPVH	-10,04%				
Investovaný prevádz. nutný kapitál	-338 318	106 480	339 457	378 343	356 115
Obrat kapitálu	X	-87,59	302,20	102,32	94,58
Rentabilita kapitálu	X	-31,92%	89,67%	44,14%	29,18%

Tabuľka č. 45: Analýza prognózy prevádzkovo nutného kapitálu na roky 2016-2019 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)

	2016	2017	2018	2019
Daňová sadzba	22%	21%	21%	21%
KPVH po odpisoch a dani	128 395	127 553	131 724	164 956
Zisková marža	0,34%	0,32%	0,31%	0,36%
Tempo rastu KPVH	10,56%			
Investovaný prevádz. nutný kapitál	368 640	402 475	435 074	468 108
Obrat kapitálu	106,27	108,55	106,51	106,04
Rentabilita kapitálu	36,05%	34,60%	32,73%	37,91%

Rentabilita investovaného kapitálu je počas prognózovaného obdobia rovnomerná na rozdiel od minulého obdobia. Je to z dôvodu rovnomerného rozloženia investícií (okrem investície do stavieb, ktorú uvažujeme jednorazovo v roku 2017, tá je však minimálna). Zvýšenie rentability v poslednom roku majú za následok nižšie odpisy a zvýšenie ziskovej marže, a tým aj zisku.

Pri uvedenej prognózovanej rentabilite a očakávanej hodnote WACC na úrovni 10%, môžeme predpokladať, že oceňovaná spoločnosť bude v budúcom období tvoriť kladnú ekonomickú pridanú hodnotu (EVA).

2.7 Predbežné ocenenie

V tejto fáze oceňovania podniku je vhodné stanoviť predbežné ocenenie na základe generátorov hodnoty, ktoré nám určí hodnotu podniku brutto. Na základe nej môžeme posúdiť reálnosť stanovených prognóz jednotlivých položiek generátorov hodnoty. Predbežné ocenenie dostaneme zjednodušeným výpočtom na základe súčasnej hodnoty všetkých budúcich voľných CF do firmy (FCFF). Pri výpočte uvažujeme odhadovanú úrokovú mieru vo výške 10%. Predbežné ocenenie potom bude nasledovné.

Tabuľka č. 46: Predbežné ocenenie podniku na základe generátorov hodnoty (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)

Generátor hodnoty	Hodnota
Tempo rastu tržieb	6,83%
Zisková marža po odpisoch a dani	0,33%
Náročnosť rastu tržieb na:	
rast pracovného kapitálu	0,10%
rast dlhodobého majetku	1,10%
Investície netto celkom	1,20%
Kalkulovaná úroková miera	10,00%
Hodnota podniku brutto	3 059 743 €

Predbežné ocenenie podniku 3 059 743 € nemusí zodpovedať realite, pretože výpočet nezohľadňuje dve fázy budúceho vývoja podniku tak, ako výsledné ocenenie metódou DCF. Pri pokračujúcej fáze bude musieť byť stanovené reálnejšie udržateľné tempo rastu maximálne vo výške rastu HDP, ktoré bude uvažované donekonečna. Preto môžeme považovať toto ocenenie za nadsadené.

2.8 Finančný plán

Ďalším krokom pri oceňovaní podniku výnosovou metódou je zostavenie finančného plánu pre tri výkazy podniku, ktorými sú výkaz ziskov a strát, súvaha a výkaz peňažných tokov. Plán je systematicky zostavený podľa minulých účtovných výkazov a musí byť zostavený pre všetky tri výkazy, pretože sú navzájom prepojené. V tabuľkách je uvedený rok 2015 ako východiskový rok pre plánované obdobie 2016-2019

Tabuľka č. 47: Plánovaný výkaz ziskov a strát (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)

	2015	2016	2017	2018	2019
Výnosy z hosp. činnosti (tis.€)	35 783	37 845	40 017	42 867	46 136
Tržby z predaja tovaru (tis. €)	35 070	37 090	39 218	42 012	45 216
Tržby z predaja služieb (tis.€)	714	755	798	855	920
Obchodná marža (tis. €)	5 923	5 999	6 343	6 795	7 314
N na predaný tovar (tis. €)	29 147	31 091	32 875	35 216	37 902
Výkonová spotreba (tis. €)	2 385	2 381	2 518	2 697	2 903
Pridaná hodnota (tis. €)	4 251	4 373	4 624	4 953	5 331
Osobné náklady (tis. €)	3 993	4 088	4 322	4 630	4 983
Dane a poplatky	20 084	21 671	22 914	24 546	26 419
Odpisy	87 369	87 369	104 975	118 673	98 375
Ostatné prevádzkové položky	7 505	11 679	12 349	13 229	14 237
KPVH	143 294	164 609	161 460	166 739	208 806
Nákladové úroky	56	56	56	56	56
Výnosové úroky	2 457	3 753	5 147	6 104	7 175
VH pred daňou	26 105	168 305	166 306	172 280	215 136
Daň	9 909	37 027	34 924	36 179	45 178
VH za ÚO po dani	16 196	131 278	131 382	136 101	169 957

Údaje na základe, ktorých sme zostavili finančný plán, sme získali hlavne z generátorov hodnoty. Keďže spoločnosť nie je financovaná z úročených cudzích zdrojov, má minimálne nákladové úroky. Tieto predpokladáme v nemennej výške 56€ posledného skúmaného roku. Výnosové úroky predpokladáme vo výške odhadu podľa prof. Maříka 0,5% z finančných účtov.⁸² V nasledujúcej tabuľke je spracovaný plán súvahy.

⁸² MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 157

Tabuľka č. 48: Plánovaná súvaha (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)

AKTÍVA	2015	2016	2017	2018	2019
Spolu majetok (tis. €)	3 545	4 233	4 571	4 979	5 460
Neobežný majetok	278 503	308 141	339 720	369 358	398 996
Dlhodobý nehmotný majetok	21 148	25 436	29 723	34 011	38 298
Dlhodobý hmotný majetok	257 355	282 705	309 997	335 347	360 697
Stavby	24 365	24 365	26 306	26 306	26 306
Samostatne hnutelné veci	232 990	258 340	283 691	309 041	334 391
Obežný majetok (tis. €)	3 246	3 904	4 210	4 588	5 040
Zásoby (tis. €)	2 190	2 467	2 609	2 795	3 008
Materiál	316	316	316	316	316
Tovar (tis. €)	2 190	2 467	2 608	2 794	3 007
Pohl'adávky	305 041	455 865	482 020	516 352	555 735
Finančné účty (tis. €)	751	981	1 119	1 277	1 476
Prevádzkovo potrebné	609 695	720 941	762 305	816 601	878 884
Prevádzkovo nepotrebné	140 816	259 569	357 116	460 618	597 541
Časové rozlíšenie	21 185	21 185	21 185	21 185	21 185
PASÍVA	2015	2016	2017	2018	2019
Spolu VI a záväzky (tis. €)	3 545	4 233	4 571	4 979	5 460
Vlastné imanie	301 316	432 594	563 976	700 077	870 034
Základné imanie	6 639	6 639	6 639	6 639	6 639
Zákonné rezervné fondy	664	664	664	664	664
VH minulých rokov	277 817	294 013	425 291	556 673	692 774
VH za ÚO po zdanení	16 196	131 278	131 382	136 101	169 957
Záväzky (tis. €)	3 244	3 800	4 007	4 279	4 590
DD záväzky	9 300	9 300	9 300	9 300	9 300
KD záväzky (tis. €)	3 048	3 605	3 812	4 083	4 394
KD rezervy	186 315	186 315	186 315	186 315	186 315
Časové rozlíšenie	0	0	0	0	0

Prognóza súvahy taktiež vychádza z prognózy generátorov hodnoty. Finančné účty sú prevzaté z prognózy peňažných tokov, z položky konečného stavu peňažných prostriedkov na konci obdobia. Položky časových rozlíšení v aktívach aj pasívach uvažujeme v nemennej výške posledného skúmaného roku 2015. Rozdelenie finančných účtov na prevádzkovo potrebné a nepotrebné stanovíme na základe prevádzkovo nutnej likvidity vo výške 0,2. Základné imanie a zákonné rezervné fondy predpokladáme v nemennej výške minulých rokov. Postupným navyšovaním nerozdeleného zisku minulých období by sa mala zvyšovať aj hodnota vlastného imania podniku.

Tabuľka č. 49: Plánovaný výkaz peňažných tokov (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)

	2015	2016	2017	2018	2019
Stav peň. prostriedkov na začiatku obdobia	731 458	750 511	980 510	1 119 421	1 277 219
KPVH	143 294	164 609	161 460	166 739	208 806
- Daň z KPVH	31 525	36 214	33 907	35 015	43 849
KPVH po dani	111 769	128 395	127 553	131 724	164 956
Úpravy o nepeňažné operácie	86 890	87 369	104 975	118 673	98 375
Odpisy prevádzkovo nutného DD maj.	87 369	87 369	104 975	118 673	98 375
Opravné položky k pohľadávkam	-479	0	0	0	0
Úpravy obežných aktív	-26 250	128 359	39 108	51 335	58 887
Zmena stavu pohľadávok	101 377	-150 824	-26 155	-34 333	-39 383
Zmena stavu KD záväzkov	-232 360	556 233	206 818	271 481	311 418
Zmena stavu zásob	104 733	-277 050	-141 555	-185 813	-213 147
CF z prevádzkovej čin. spolu	172 409	344 122	271 636	301 732	322 218
Obstaranie DD maj.		-117 007	-136 554	-148 311	-128 013
CF z investičnej činnosti spolu		-117 007	-136 554	-148 311	-128 013
CF z prevádzkového maj. CELKOM	172 409	227 116	135 082	153 421	194 206
N na cudzí kapitál	-56	-56	-56	-56	-56
Príjmy z neprevádzkového maj.	24 073	2 939	3 885	4 433	5 057
Výnosové úroky	2 457	3 753	4 903	5 597	6 386
Diferencia v platbe dane oproti dani z KPVH	21 616	-813	-1 018	-1 164	-1 329
CF z neprevádzkového maj. CELKOM	24 073	2 939	3 885	4 433	5 057
Finančná činnosť	0	0	0	0	0
CF CELKOM		229 999	138 911	157 799	199 206
Stav peň prostriedkov na konci obdobia	750 511	980 510	1 119 421	1 277 219	1 476 426

Posledným plánovaným výkazom je výkaz peňažných tokov, ktorý je prepojený s výkazom ziskov a strát prostredníctvom prevzatého korigovaného výsledku hospodárenia. Ostatné položky vychádzajú zo zmien generátorov hodnoty a z plánu investícií na budúce obdobie. Peňažný tok sa musí ďalej upraviť o diferenciu dane oproti dani z KPVH, ktorá zahŕňa daň z výnosov z neprevádzkového majetku a daňovú úsporu z nákladových úrokov. Položky ako obstaranie dlhodobého finančného majetku alebo jeho zníženie podnik v minulosti nevykazovali, preto ich neuvádzame. Keďže by išlo o peňažný tok z neprevádzkového majetku, v pláne by boli tieto položky nulové. Finančná činnosť zostáva v nulovej hodnote tak ako tomu bolo v minulom období. Výsledkom výkazu CF je stav peňažných prostriedkov na konci obdobia, ktorý sa prevezme do finančných účtov v aktívach súvahy.

2.8.1 Finančná analýza plánu

V nasledujúcej tabuľke je uvedená finančná analýza plánu prostredníctvom hlavných pomerových ukazovateľov.

Tabuľka č. 50: Finančná analýza plánu (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)

LIKVIDITA	2016	2017	2018	2019
L1 (okamžitá)	0,27	0,29	0,31	0,34
L2 (pohotová)	0,40	0,42	0,44	0,46
L3 (bežná)	1,08	1,10	1,12	1,15
ZADLŽENOSŤ				
Samofinancovanie	10,22%	12,34%	14,06%	15,93%
Zadlženosť	89,78%	87,66%	85,94%	84,07%
RENTABILITA				
ROA	3,98%	3,64%	3,46%	3,94%
ROE	30,35%	23,30%	19,44%	19,53%
ROS	0,35%	0,33%	0,32%	0,37%
AKTIVITA				
Doba obratu zásob	23,80	23,80	23,80	23,80
Doba inkasa pohľadávok	4,40	4,40	4,40	4,40
Doba splatnosti záväzkov	36,65	36,55	36,43	36,31
Obrat aktív	8,94	8,75	8,61	8,45

Oceňovanému podniku sa zlepšujú ukazovatele likvidity hlavne vďaka nárastu finančných účtov. Likvidita L1 obsahuje aj neprevádzkové peňažné prostriedky, ktorých

hodnota sa postupne zvyšuje. Podnik ich napokon môže previesť matke alebo rozdeliť spoločníkom. Zadlženosť sa oproti minulému obdobiu postupne znižuje, čo má za následok zvyšovanie nerozdeleného zisku, ktorý následne zvyšuje celkové vlastné imanie spoločnosti. Tento nerozdelený zisk môže taktiež poputovať do materskej spoločnosti, ako tomu bolo v minulosti. Preto vysoké zadlženie nepovažujeme za zdroj finančných problémov ani v súčasnosti, ani v budúcnosti.

Rentabilita aktív sa zlepšuje oproti minulému obdobiu vďaka očakávanému rastúcemu zisku a tiež iba miernemu nárastu celkových aktív. V roku 2017 sa však ROA mierne zníži kvôli investícii do stavieb. Ako sme spomínali, podnik nemá vysokú hodnotu majetku a nepredpokladáme rapídne zvýšenie ani v budúcnosti. Rentabilita vlastného kapitálu dosahuje stále vysoké hodnoty vďaka rastúcemu zisku a nízkemu vlastnému kapitálu. Rentabilita tržieb sa taktiež zvýšila. Jej vývoj nie je príliš výrazný, čo je zapríčinené silnou konkurenciou v odvetví.

Ukazovatele aktivity sú prognózované pri analýze generátorov hodnoty v stabilných hodnotách porovnateľných s minulým obdobím. Na základe priaznivého vývoja HDP, z ktorého sme vychádzali pri prognóze tržieb, očakávame zlepšenie finančnej situácie oceňovaného podniku, s čím korešponduje aj finančná analýza plánu.

2.9 Náklady kapitálu

Priemerné náklady kapitálu (WACC) sa skladajú z váženého priemeru nákladov na cudzí kapitál a nákladov na vlastný kapitál. Keďže oceňovaný podnik nevykazuje žiadne úročené zdroje financovania a ani sa nepredpokladá ich využitie v budúcom období, stanovenie nákladov kapitálu bude založené iba na nákladoch vlastného kapitálu. Náklady vlastného kapitálu určíme prostredníctvom modelu CAPM. Pre výpočet použijeme Damodaranovu modifikáciu tohto modelu, ktorá vychádza z bezrizikovej výnosnosti kapitálového trhu (najlepšie ju spĺňa americký kapitálový trh) a relevantnej prirážky za riziko. Pre výpočet potrebujeme nasledovné ukazovatele:⁸³

- r_f – bezriziková výnosnosť 10 ročných vládnych dlhopisov USA
- β – zadlžený ukazovateľ β , ktorý vychádza z nezadlženej β stanovenej pre konkrétne odvetvie upravenej podľa úrovne zadlženia oceňovaného podniku
- RPT – riziková prémie kapitálového trhu, ktorá tiež vychádza z kapitálového trhu USA, je určená ako geometrický priemer 1960-2016
- RPZ – riziková prémie krajiny, ktorá zahŕňa riziko z nižšieho ratingu krajiny, rozdielu medzi rizikom akcií a dlhopisov a rozdiel medzi infláciou USA (0,1) a SR (-0,3)
- Okrem spomínaných rizík by sme mali ešte zvážiť riziko viazané ku konkrétnemu oceňovanému podniku.

Odvodenie nákladov na vlastný kapitál bude potom nasledovné.

Tabuľka č. 51: Odvodenie nákladov na vlastný kapitál (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z treasury.gov, damodaran.com, usinflationcalculator.com, NBS)

r_f (1. 2. 2015)	2,12%
β nezadlžená - retail (grocery and food) - 2015	0,62
Riziková prémie kapitálového trhu USA	4,62%
Rating SR	A2
Riziko zlyhania krajiny	0,97%
Odhad pomeru rizikovej prémie u akcií oproti dlhopisom	1,5
Riziková prémie zeme	1,46%
Riziková prémie zeme opravená o rozdiel inflácie	1,06%

⁸³ MAŘÍKOVÁ, P. a MAŘÍK, M. Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku, s. 148-149

Riziková prémie oceňovaného podniku (odhad)	1,5%
Pomer cudzieho a vlastného kapitálu v podniku	0%
Daňová sadzba	22%
Beta zadlžená	0,62
Náklady na vlastný kapitál	7,50%

Ako bolo povedané vyššie, neuvažujeme náklady cudzieho kapitálu, a teda výsledné náklady kapitálu WACC sú na úrovni nákladov vlastného kapitálu. Špeciálnu rizikovú prirážku pre oceňovaný podnik sme odhadli vo výške 1,5%. Toto riziko zahŕňa rôzne riziká spojené s podnikom, ktoré vyplývajú z doterajších analýz zhrnutých vo SWOT matici. Medzi najhlavnejšie riziko zohľadnené v prirážke môžeme považovať fakt, že spoločnosť má menší rozsah pôsobenia v porovnaní s celoslovenskými resp. nadnárodnými sieťami maloobchodov. Tým pádom je vystavená vyššiemu riziku oproti konkurencii z dôvodu menšej teritoriálnej diferenciácii rizika.

2.10 Výnosové ocenenie metódou DCF entity

V tejto fáze oceňovacieho procesu máme všetky potrebné údaje na uskutočnenie výsledného ocenenia prostredníctvom metódy DCF entity. Metóda oceňuje podnik v dvoch fázach, 1. fáza je pre prognózované obdobie 2016-2019 a 2. fáza je pokračujúca fáza od roku 2020 donekonečna. Podnik podľa doterajšej analýzy spĺňa predpoklad „é concern“, ktorý je predpokladom na použitie výnosovej metódy. Ocenenie 1. fázy pomocou diskontovaného voľného CF je nasledovné.

Tabuľka č. 52: Ocenenie 1. fázy metódou DCF entity (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)

Voľné CF pre 1. fázu	2016	2017	2018	2019
KPVH	164 609	161 460	166 739	208 806
- Upravená daň	36 214	33 907	35 015	43 849
KPVH po dani	128 395	127 553	131 724	164 956
Odpisy	87 369	104 975	118 673	98 375
Úpravy o nepeňažné operácie	0	0	0	0
Investície do prevádzkovo nutného DD maj.	-117 007	-136 554	-148 311	-128 013
Investície do prevádzkovo nutného prac. kap.	17 112	-2 256	-2 961	-3 396
FCFF	115 869	93 718	99 125	131 922
Odúročiteľ 7,50%	0,93023	0,86533	0,80496	0,74880
Diskontované FCFF	107 785	81 098	79 792	98 783
Σ diskontovaných FCFF	367 458			

Základným predpokladom pokračujúcej hodnoty v 2. fáze je, že potrebné parametre pre jej výpočet ako napr. zisková marža, obrat a rentabilita kapitálu, podiel na trhu sú stabilizované. Taktiež konštantné sú rast podniku, miera a výnosnosť investícií.

Ako sme uviedli v teoretickej časti práce, techniky výpočtu pokračujúcej hodnoty môžu byť rôzne: Gordonov vzorec, resp. parametrický vzorec. Tieto dve metódy by nám v konečnom dôsledku mali dať rovnaký výsledok. Ocenenie pokračujúcej hodnoty v 2. fáze bude potom nasledovné.

Tabuľka č. 53: Ocenenie 2. fázy metódou DCF entity (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)

Pokračujúca hodnota (2. fáza)	2020 - ∞
Tempo rastu	1,90%
Miera investícií do dlhodobého majetku a pracovného kapitálu	5,29%
Rentabilita investícií netto	35,91%
FCFF	159 197
Parametrický vzorec	2 842 795
Gordonov vzorec	2 842 795
Diskontovaná pokračujúca hodnota	2 128 687

Keďže tempo rastu pre pokračujúcu hodnotu je pre nekonečné obdobie, nemalo by byť vyššie ako priemerné tempo rastu HDP, ktoré je vo výške 3,87%. Dolnou hranicou tempa rastu je výška inflácie, ktorej predikcia je do výšky 1,9%. Keďže spoločnosť v minulom období dosahovala záporné tempo rastu KPVH -10,04% a plánuje sa s rastom 10,56%, priemerné tempo je vo výške 0,26%. Tým pádom budeme ďalej počítať s hodnotou tempa rastu vo výške predikovanej inflácie, 1,9%. Výsledná hodnota 2. fázy predstavuje väčšinovú hodnotu podniku. Výsledné ocenenie je potom súčet oboch fáz.

Tabuľka č. 54: Výnosové ocenenie metódou DCF entity k 1.1. 2016 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)

Výnosové ocenenie k 1.1. 2016	
Súčasná hodnota 1. fázy	367 458 €
Súčasná hodnota 2. fázy	2 128 687 €
Prevádzková hodnota brutto	2 496 144 €
- Úročený cudzí kapitál k dátumu ocenenia	0 €
Prevádzková hodnota netto	2 496 144 €
+ Neprevádzkový majetok k dátumu ocenenia	140 816 €
Výsledná hodnota VK podľa DCF	2 636 961 €

Výsledné ocenenie podniku Koruna, s. r. o. metódou DCF entity je vo výške **2 636 961 €**. Spoločnosť nevykazuje k dátumu ocenenia žiadny úročený cudzí kapitál, ale hodnotu brutto navyšuje hodnota neprevádzkových finančných účtov, ktoré sme vo výslednej hodnote netto pripočítali.

2.11 Výnosové ocenenie metódou EVA

Pre doplnenie ocenenia metódou DCF môžeme použiť v posledných rokoch stále viac presadzovaný ukazovateľ, ktorý by mal poznať každý oceňovateľ podniku, a to ekonomická pridaná hodnota. Pri správnom postupe by nám mala vychádzať totožná hodnota ako pri metóde DCF entity. Základný vzorec pre výpočet je:⁸⁴

$$EVA = NOPAT - Capital * WACC$$

- *NOPAT* – (net operating profit after taxes) – čistý prevádzkový zisk po zdanení,
- *Capital* – NOA (net operating assets) – čisté prevádzkové aktíva,
- *WACC* – (weight average cost of capital) – priemerné vážené náklady kapitálu.

NOA v zásade zodpovedá veličine prevádzkovo nutnému investovanému kapitálu a NOPAT je obdobou korigovaného prevádzkového zisku. Výpočet diskontovanej EVA pre obdobie 2016-2019 je zhrnutý v nasledujúcej tabuľke.

Tabuľka č. 55: Ocenenie 1. fázy metódou EVA (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)

	2015	2016	2017	2018	2019
NOPAT	111 769	128 395	127 553	131 724	164 956
NOA	356 115	368 640	402 475	435 074	468 108
WACC x NOAt-1		26 709	27 648	30 186	32 631
EVA		101 686	99 905	101 538	132 326
Odúročiteľ 7,50%		0,93023	0,86533	0,80496	0,74880
EVA diskontovaná		94 592	86 451	81 734	99 086
Σ diskontovaných EVA		361 863			

Pokračujúca hodnota vypočítaná obdobným spôsobom ako pri metóde DCF entity je vo výške **2 374 687 €**. Diskontovaním pokračujúcej hodnoty získame súčasnú hodnotu 2. fázy. Súčtom súčasných hodnôt 1. a 2. fázy dostaneme MVA – trhovú pridanú hodnotu, ku ktorej ešte musíme pripočítať hodnotu NOA k dátumu ocenenia. Výsledné ocenenie podľa EVA bude potom nasledovné:

⁸⁴ MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 282-291

Tabuľka č. 56: Výnosové ocenenie metódou EVA k 1.1. 2016 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)

Výnosové ocenenie k 1.1. 2016	
Súčasná hodnota 1. fázy	361 863 €
Súčasná hodnota 2. fázy	1 778 167 €
MVA	2 140 030 €
NOA k dátumu ocenenia	356 115 €
Prevádzková hodnota brutto	2 496 144 €
- Úročený cudzí kapitál k dátumu ocenenia	0 €
Prevádzková hodnota netto	2 496 144 €
+ Nprevádzkový majetok k dátumu ocenenia	140 816 €
Výsledná hodnota VK podľa EVA	2 636 961 €

Výnosové ocenenie metódou EVA je vo výške **2 636 961 €**, a teda sa rovná výnosovému oceneniu metódou DCF entity. Pri tejto metóde opäť vyššiu časť ocenenia tvorí pokračujúca fáza. Pri metóde EVA môžeme navyše vyčítať, že z celkového ocenenia vyplýva, že časť ocenenia, konkrétne 356 115 € tvorí už existujúci prevádzkovo nutný investovaný kapitál. Zvyšná časť ocenenia je daná pridanou hodnotou 1. a 2. fázy.

2.12 Záver

Cieľom tejto diplomovej práce bolo stanoviť objektivizovanú hodnotu spoločnosti Koruna, s. r. o. k 1. 1. 2016 výnosovými metódami DCF entity a EVA. Oceňovaná spoločnosť sa zameriava na realizovanie maloobchodnej činnosti – nákup a predaj potravinárskeho, drogistického a priemyselného tovaru. Koruna je podriadená materskej spoločnosti, ktorá realizuje veľkoobchodnú činnosť, a tak zabezpečuje pre svoju dcéru hlavného dodávateľa. Obidve spriaznené spoločnosti sú v členskej sieti Fresh, ktorá im poskytuje marketingovú podporu.

Prvým predpokladom pre ocenenie bolo spracovanie strategickej analýzy, v rámci ktorej bolo zanalyzované vonkajšie, odborové a vnútorné okolie oceňovaného podniku. Boli použité: SLEPT analýza, Porterov model a analýza faktorov 7S. Národné prostredie môže na spoločnosť vplývať najmä častými legislatívnymi zmenami. Odvetvie, v ktorom spoločnosť pôsobí, sa vyznačuje vysokou konkurenciou s nadvládou celonárodných a nadnárodných spoločností. Hlavnými konkurentmi pre spoločnosť sú spoločnosti COOP a Tesco. Isté výhody pre spoločnosť plynú z lepšej dostupnosti predajní a nižších cien. Výsledkom strategickej analýzy bola prognóza tržieb na budúce obdobie (2016-2019).

Ďalšou časťou bola finančná analýza, ktorá bola značne ovplyvnená nízkou hodnotou vlastného imania, a tým pádom vysokou zadlženosťou. Tento negatívny jav ale nepredstavuje pre spoločnosť hrozbu, pretože väčšina vlastného imania je sústredená v matke. Spoločnosť má ďalej vďaka nízkym cenám a vysokej konkurencii, nízke hodnoty rentability. Celkový pohľad na finančné zdravie podniku je napriek pár nedokonalostiam, ktoré sú spôsobené najmä faktom, že ide o dcérsku spoločnosť, pozitívne a predpokladá sa schopnosť ďalej pôsobiť na trhu. Tým pádom je splnený predpoklad „going concern“, ktorý je základným východiskom pre použitie výnosových metód ocenenia.

Ocenenie vychádza ďalej z generátorov hodnoty, medzi ktoré patria hlavne tržby, prevádzková zisková marža, upravený pracovný kapitál a investície do dlhodobého majetku. Po stanovení hlavných generátorov hodnoty bolo zostavené predbežné ocenenie vo výške 3 059 743 €, ktoré sme vyhodnotili ako nadhodnotené.

Nevyhnutnou súčasťou procesu výnosového ocenenia bolo zostavenie finančného plánu troch hlavných výkazov spoločnosti: výkaz ziskov a strát, súvaha a výkaz peňažných tokov. Ďalej bola zisťovaná diskontná miera, ktorá bola uvažovaná na úrovni nákladov kapitálu. V našom prípade, keďže spoločnosť nemá žiadne úverované cudzie zdroje, boli použité iba náklady vlastného kapitálu stanovené modelom CAPM vo výške 7,5%.

Výsledné ocenenie metódou DCF entity a metódou EVA bolo stanovené v rovnakej výške, a to 2 636 961 €.

Zoznam použitej literatúry

1. ALTMAN, E. I. Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-Score and ZETA[®] Models [online]. 2000 [cit. 2017-04-14]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~ealtman/PredFnclDistr.pdf>
2. BENKO, J. Vývoj sadzieb dane z príjmov za roky 2000 až 2017 [online]. 2016 [cit. 2017-03-10]. Dostupné z: <https://www.podnikajte.sk/dane-a-uctovnictvo/c/2956/category/dan-z-prijmov/article/vyvoj-sadzieb-dane-z-prijmov.xhtml>
3. BUREAU VAN DIJK. Amadeus. A database of comparable financial information for public and private companies across Europe
4. DAMODARAN, A. Damodaran on valuation. 2nd ed. Hoboken: Wiley, 2006. 696 p. ISBN: 978-0-471-75121-2.
5. DAMODARAN ONLINE. Archived and Current Data [online]. 2017 [cit. 2017-04-14]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
6. FINSTAT, Účtovné závierky spoločností SR [online]. 2017 [cit. 2017-04-14]. Dostupné z: <https://www.finstat.sk/>
7. KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001, 365 s. ISBN 80-7179-5-9-1.
8. KORUNA POTRAVINY, Stránka spoločnosti Koruna, s. r. o. [online]. 2017 [cit. 2017-02-13]. Dostupné z: <http://www.potravinakoruna.sk/potravinakoruna/>
9. KRABEC, T. Oceňování podniku a standardy hodnoty. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, a.s, 2009. 264 s. ISBN: 978-247-2865-0.
10. LIBEX, Stránka spoločnosti Libex, s. r. o. [online]. 2017 [cit. 2017-02-13]. Dostupné z: <http://www.libex.sk/>
11. MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku. 3. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
12. MAŘÍKOVÁ, P. a MAŘÍK, M. Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. 1. vyd. Praha: IOM-VŠE, 2007. 242 s. ISBN: 978-80-245-1242-6.

13. NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. Makroekonomická databáza [online]. 2017 [cit. 2017-03-04]. Dostupné z: <http://www.nbs.sk/sk/menova-politika/makroekonomicka-databaza/makroeconomicke-ukazovatele-graf>
14. NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. Strednodobá predikcia [online]. 2017 [cit. 2017-03-04]. Dostupné z: <http://www.nbs.sk/sk/publikacie/strednodoba-predikcia>
15. OBCE SR. Žilinský kraj [online]. 2017 [cit. 2017-03-10]. Dostupné z: <http://sodbtn.sk/obce/>
16. POKORNÝ, J. Úspěšnost zaručena: jak efektivně zpracovat a obhájit diplomovou práci. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2004, 207 s. ISBN 80-7204-348-X.
17. PORTER, M. E. Konkurenční výhoda. Praha: Victoria Publishing, 1993, 626 s. ISBN 80-85605-12-0.
18. SENEŠI, N. Sadzby DPH od 1.1.2016 [online]. 2015 [cit. 2017-03-10]. Dostupné z: <https://www.podnikajte.sk/dane-a-uctovnictvo/c/2340/category/dan-z-pridanej-hodnoty/article/sadzby-dph-1-1-2016.xhtml>
19. SMEJKAL, V. RAIS, K. Řízení rizik ve firmách a jiných organizacích. 2. aktual. vyd., Praha: Grada Publishing, a.s., 2006, 296 s., ISBN 80-247-1667-4
20. ŠÚSR. Metodické vysvetlivky. Štatistika rodinných účtov. [online]. 2017 [cit. 2017-03-10]. Dostupné z: http://www.statistics.sk/pls/elisw/objekt.sendName?name=m_roduc
21. ŠÚSR, Štatistický úrad Slovenskej republiky, [online]. 2017 [cit. 2017-03-04]. Dostupné z: <https://slovak.statistics.sk>
22. US INFLATION CALCULATOR. Current US Inflation Rates: 2006-2017 [online]. 2017 [cit. 2017-04-14]. Dostupné z: <http://www.usinflationcalculator.com/inflation/current-inflation-rates/>
23. U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. Daily Treasury Yield Curve Rates 02. 01. 2015[online]. 2015 [cit. 2017-04-14]. Dostupné z: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2015>
24. ÚSTREDIE PRÁCE, SOCIÁLNYCH VECÍ A RODINY. Nezamestnanosť – mesačné štatistiky [online]. 2017 [cit. 2017-03-04]. Dostupné z:

http://www.upsvar.sk/statistiky/nezamestnanost-mesacne-statistiky.html?page_id=1254

25. Vyhláška č. 492/2004 Z.z. Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky z 23. augusta 2004 o stanovení všeobecnej hodnoty majetku, v platnom znení
26. ZALAI, K. a kol. Finančno-ekonomická analýza podniku. 7. vyd. Bratislava: Sprint dva, 2010. 446 s. ISBN: 978-80-89393-15-2.
27. Zákon č. 513/1991 Zb., Obchodný zákonník z 5. novembra 1991, v platnom znení

Zoznam skratiek a symbolov

A – Aktíva

CF – Cash flow (Peňažný tok)

CZ – Cudzie zdroje

č. – číslo

čin. – činnosť

ČPK – Čistý pracovný kapitál

ČR – Časové rozlíšenie

DCF – Diskontovaný cash flow (Diskontovaný peňažný tok)

DD – Dlhodobý

DHM – Dlhodobý hmotný majetok

DN – Dlhodobý majetok

DNM – Dlhodobý nehmotný majetok

DPH – Daň z pridanej hodnoty

EVA – Economic value added (Ekonomická pridaná hodnota)

EBIT – Výsledok hospodárenia pred zdanením a úrokmi

FCFF – Free cash flow to firm (Voľný peňažný tok do firmy)

HDP – Hrubý domáci produkt

HICP – Harmonised index of consumer prices (Harmonizovaný index spotrebiteľských cien)

I – Investície

KD – Krátkodobý

KPVH – Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia

MVA – Market value added (Trhová pridaná hodnota)

N – Náklady

NBS – Národná banka Slovenska

NOA – Net opperating assets (Čisté prevádzkové aktíva)

NOPAT – Net operating profit after taxes (Čistý prevádzkový zisk po zdanení)

NZ – Nerozdelený zisk

prev. – prevádzkový

ROA – Rentabilita aktív

ROE – Rentabilita vlastného kapitálu

ROS – Rentabilita tržieb

SHV – Samostatne hnutelné veci

SR – Slovenská republika

ŠÚSR – Štatistický úrad Slovenskej republiky

ÚO – Účtovné obdobie

VK – Vlastný kapitál

VH – Výsledok hospodárenia

WACC – Weight average cost of capital (Priemerné vážené náklady kapitálu)

Zoznam použitých tabuliek

Tabuľka č. 1: Vymedzenie relevantného trhu prostredníctvom priemernej spotreby (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov zo ŠÚSR).....	47
Tabuľka č. 2: Vymedzenie relevantného trhu prostredníctvom vývoja tržieb (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov zo ŠÚSR)	48
Tabuľka č. 3: Vývoj inflácie v rokoch 2010-2016 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov NBS).....	51
Tabuľka č. 4: Predikcia inflácie na roky 2017 – 2019 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov NBS).....	52
Tabuľka č. 5: Vývoj HDP v rokoch 2010-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov ŠÚSR)	52
Tabuľka č. 6: Predikcia HDP na roky 2016-2019 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov NBS).....	52
Tabuľka č. 7: Vývoj miery nezamestnanosti v rokoch 2010-1/2017 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov NBS).....	54
Tabuľka č. 8: Predikcia miery nezamestnanosti na roky 2017-2019 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov NBS).....	54
Tabuľka č. 9: Vývoj spotreby a počtu obyvateľov na relevantnom trhu (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov zo ŠÚSR)	55
Tabuľka č. 10: Vývoj trhových podielov hlavných konkurentov (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z finstat.sk).....	59
Tabuľka č. 11: Vývoj tržieb spoločnosti Koruna, s. r. o. v tis. € (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)	62
Tabuľka č. 12: Vývoj tržieb relevantného trhu v tis. € (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov zo ŠÚSR).....	62
Tabuľka č. 13: Vývoj trhového podielu spoločnosti Koruna, s. r. o. (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe vývoja tržieb podniku a relevantného trhu)	62
Tabuľka č. 14: Prognóza tržieb a trhového podielu (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a strategickej analýzy).....	64
Tabuľka č. 15: Vertikálna analýza aktív za roky 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti).....	66

Tabuľka č. 16: Horizontálna analýza aktív za roky 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti).....	66
Tabuľka č. 17: Vertikálna analýza pasív za roky 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti).....	67
Tabuľka č. 18: Horizontálna analýza pasív za roky 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti)	68
Tabuľka č. 19: Vertikálna analýza výkazov ziskov a strát za roky 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti).....	69
Tabuľka č. 20: Horizontálna analýza výkazov ziskov a strát za roky 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti).....	69
Tabuľka č. 21: Ukazovatele likvidity za roky 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a databázy AMADEUS).....	71
Tabuľka č. 22: Ukazovatele zadlženosti za roky 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a databázy AMADEUS)	72
Tabuľka č. 23: Ukazovatele rentability za roky 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a databázy AMADEUS)	73
Tabuľka č. 24: Ukazovatele aktivity za roky 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a databázy AMADEUS).....	74
Tabuľka č. 25: Altmanov model pre nevýrobné podniky (Koruna, s.r.o.) (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)	76
Tabuľka č. 26: Altmanov model pre nevýrobné podniky (materská spoločnosť Libex, s.r.o.) (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz).....	77
Tabuľka č. 27: SWOT matica (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe strategickej a finančnej analýzy)	78
Tabuľka č. 28: Rozdelenie majetku na prevádzkovo potrebný a nepotrebný (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz).....	79
Tabuľka č. 29: Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)	79
Tabuľka č. 30: Podiely z tržieb v rokoch 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)	81

Tabuľka č. 31: Analýza ziskovej marže zdola v rokoch 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)	81
Tabuľka č. 32: Prognóza podielov jednotlivých položiek na tržbách na roky 2016-2019 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)	82
Tabuľka č. 33: Prognóza ziskovej marže zdola na roky 2016-2019 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)	83
Tabuľka č. 34: Zisková marža a KPVH za roky 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)	83
Tabuľka č. 35: Prognóza ziskovej marže zhora na roky 2016-2019	84
Tabuľka č. 36: Prognóza dôb obratu na roky 2016-2019 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)	84
Tabuľka č. 37: Upravený pracovný kapitál za roky 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)	85
Tabuľka č. 38: Prognóza upraveného pracovného kapitálu na roky 2016-2019 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)	85
Tabuľka č. 39: Investičná náročnosť nehmotného majetku za roky 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)	86
Tabuľka č. 40: Investičná náročnosť stavieb za roky 2009-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)	86
Tabuľka č. 41: Investičná náročnosť samostatných hnutelných vecí za roky 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)	87
Tabuľka č. 42: Odhad netto investícií do dlhodobého majetku na roky 2016-2019 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)	87
Tabuľka č. 43: Plán dlhodobého majetku, investícií a odpisov na roky 2016-2019 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)	88
Tabuľka č. 44: Analýza rentability prevádzkovo nutného kapitálu za roky 2011-2015 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)	89

Tabuľka č. 45: Analýza prognózy prevádzkovo nutného kapitálu na roky 2016-2019 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)	90
Tabuľka č. 46: Predbežné ocenenie podniku na základe generátorov hodnoty (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)	91
Tabuľka č. 47: Plánovaný výkaz ziskov a strát (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)	92
Tabuľka č. 48: Plánovaná súvaha (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)	93
Tabuľka č. 49: Plánovaný výkaz peňažných tokov (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)	94
Tabuľka č. 50: Finančná analýza plánu (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)	95
Tabuľka č. 51: Odvodenie nákladov na vlastný kapitál (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z treasury.gov, damodaran.com, usinflationcalculator.com, NBS)	97
Tabuľka č. 52: Ocenenie 1. fázy metódou DCF entity (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)	99
Tabuľka č. 53: Ocenenie 2. fázy metódou DCF entity (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)	100
Tabuľka č. 54: Výnosové ocenenie metódou DCF entity k 1.1. 2016 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)	100
Tabuľka č. 55: Ocenenie 1. fázy metódou EVA (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)	101
Tabuľka č. 56: Výnosové ocenenie metódou EVA k 1.1. 2016 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov z výkazov spoločnosti a spracovaných analýz)	102

Zoznam použitých obrázkov

Obrázok 1: Vzťah objektivizovanej a subjektívnej hodnoty (Zdroj: MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, s. 29).....	19
Obrázok č. 2: Logo spoločnosti Koruna (Zdroj: potravinykoruna.sk).....	45
Obrázok č. 3: Logo spoločnosti Fresh (Zdroj: libex.sk).....	45
Obrázok č. 4: Miera evidovanej nezamestnanosti v okresoch SR k 31.1. 2017 (Zdroj: ÚPSVaR)	54

Zoznam použitých grafov

Graf č. 1: Podiel okresov (Zdroj: Vlastné spracovanie podľa	49
Graf č. 2: Podiel obcí (Zdroj: Vlastné spracovanie podľa	49
Graf č. 3: Vývoj sadzby dane z príjmov právnickej osoby v rokoch 2000 až 2017 (Zdroj: Vlastné spracovanie podľa podnikajte.sk)	51
Graf č. 4: Vývoj úrokovej miery v rokoch 2010-2016 (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov NBS).....	53
Graf č. 5: Tržby trhu SR v závislosti na HDP vyjadrené mocninovou rovnicou (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov zo ŠÚSR)	64

Zoznam príloh

Príloha č. 1: Upravené AKTÍVA spoločnosti Koruna, s. r. o. za roky 2011-2015 (Zdroj: finstat.sk)

Príloha č. 2: Upravené PASÍVA spoločnosti Koruna, s. r. o. za roky 2011-2015 (Zdroj: finstat.sk)

Príloha č. 3: Upravený výkaz ziskov a strát spoločnosti Koruna, s. r. o. za roky 2011-2015 (Zdroj: finstat.sk)

Príloha č. 4: Tržby trhu SR v závislosti na HDP vyjadrené lineárnou rovnicou (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov zo ŠÚSR)

Príloha č. 5: Tržby trhu SR v závislosti na HDP vyjadrené exponenciálnou rovnicou (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov zo ŠÚSR)

Príloha č. 6: Tržby trhu SR v závislosti na HDP vyjadrené logaritmickou rovnicou (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov zo ŠÚSR)

Príloha č. 7: Tržby trhu SR v závislosti na HDP vyjadrené kvadratickou rovnicou (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov zo ŠÚSR)

Príloha č. 1: Upravené AKTÍVA spoločnosti Koruna, s. r. o. za roky 2011-2015 (Zdroj: finstat.sk)

STRANA AKTÍV	2011	2012	2013	2014	2015
SPOLU MAJETOK	3 444 070	3 449 428	3 831 962	3 741 972	3 545 404
Neobežný majetok	155 247	255 237	277 245	288 028	278 503
Dlhodobý nehmotný majetok súčet	2 526	62 853	49 614	38 750	21 148
Softvér	66		49 614	33 225	21 148
Obstarávaný dlhodobý nehmotný majetok	2 460	62 853		5 525	
Dlhodobý hmotný majetok súčet	152 721	192 384	227 631	249 278	257 355
Stavby	29 833	29 547	27 088	24 629	24 365
Samostatné hnutelné veci a súbory hnutelných vecí	122 888	162 837	200 543	224 649	232 990
Dlhodobý finančný majetok súčet	0	0	0	0	0
Obežný majetok	3 258 914	3 161 772	3 528 029	3 432 773	3 245 716
Zásoby súčet	1 694 276	1 945 083	2 256 242	2 294 897	2 190 164
Materiál	350	3 600	479	419	316
Tovar	1 693 926	1 941 483	2 255 763	2 294 478	2 189 848
Dlhodobé pohľadávky súčet	0	0	0	0	0
Pohľadávky z obchodného styku súčet	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohľadávky súčet	328 440	363 655	543 522	406 418	305 041
Pohľadávky z obchodného styku súčet	267 800	332 315	519 018	395 744	286 985
Ostatné pohľadávky z obchodného styku	267 800	332 315	342 892	358 125	282 707
Daňové pohľadávky a dotácie	52 703	12 626	16 216		8 107
Iné pohľadávky	7 937	18 714	8 288	10 674	9 949
Krátkodobý finančný majetok súčet	0	0	0	0	0
Finančné účty	1 236 198	853 034	728 265	731 458	750 511
Peniaze	111 376	136 048	150 094	157 333	140 299
Účty v bankách	1 124 822	716 986	578 171	574 125	610 212
Časové rozlíšenie súčet	29 909	32 419	26 688	21 171	21 185
Náklady budúcich období krátkodobé	13 760	16 760	18 254	14 210	16 147
Príjmy budúcich období krátkodobé	16 149	15 659	8 434	6 961	5 038

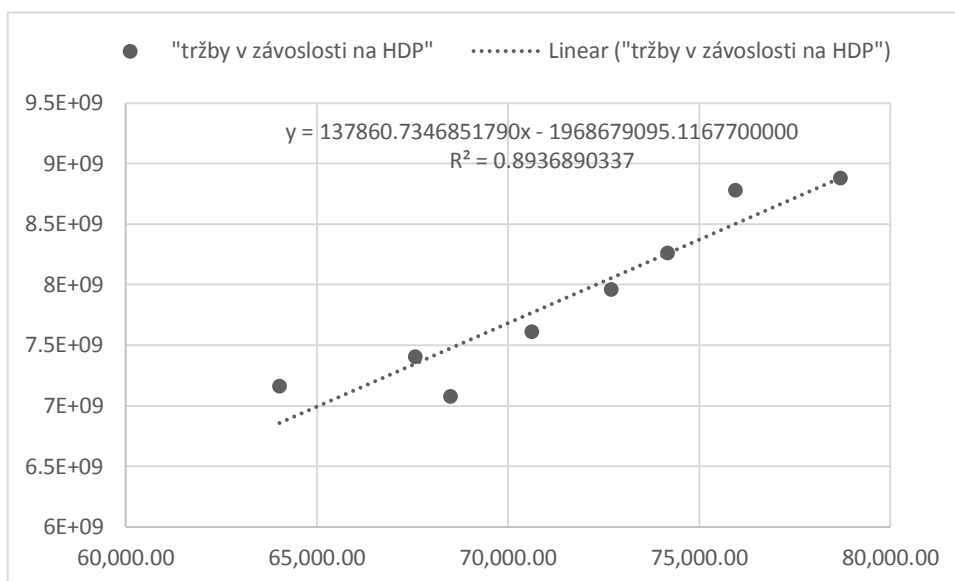
Príloha č. 2: Upravené PASÍVA spoločnosti Koruna, s. r. o. za roky 2011-2015 (Zdroj: finstat.sk)

STRANA PASÍV	2011	2012	2013	2014	2015
SPOLU VLASTNÉ IMANIE A ZÁVÄZKY	3 444 070	3 449 428	3 831 962	3 741 972	3 545 404
Vlastné imanie	145 900	200 367	227 800	285 120	301 316
Základné imanie súčet	6 639	6 639	6 639	6 639	6 639
Základné imanie	6 639	6 639	6 639	6 639	6 639
Zákonné rezervné fondy	664	664	664	664	664
Zákonný rezervný fond a nedeliteľný fond	664	664	664	664	664
Výsledok hospodárenia minulých rokov	0	138 597	193 064	220 497	277 817
Nerozdelený zisk minulých rokov	0	138 597	193 064	220 497	277 817
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení	138 597	54 467	27 433	57 320	16 196
Záväzky	3 298 170	3 249 061	3 604 162	3 449 347	3 244 088
Dlhodobé záväzky	16 132	17 096	12 304	10 580	9 300
Dlhodobé záväzky z obchodného styku	0	0	0	0	0
Záväzky zo sociálneho fondu	5 624	4 927	5 368	6 259	7 695
Iné dlhodobé záväzky	10 058	11 789	4 544	2 130	
Odložený daňový záväzok	450	380	2 392	2 191	1 605
Dlhodobé rezervy	0	0	0	0	0
Dlhodobé bankové úvery	0	0	0	0	0
Krátkodobé záväzky súčet	3 182 738	3 112 392	3 455 300	3 280 833	3 048 473
Záväzky z obchodného styku	1 559 835	1 443 024	1 724 200	1 551 455	1 420 439
Záväzky voči spoločníkom a združeniu	1 371 158	1 371 158	1 371 158	1 212 158	1 212 158
Záväzky voči zamestnancom	117 331	132 413	152 053	162 341	187 283
Záväzky zo sociálneho poistenia	70 309	80 407	94 075	100 684	113 893
Daňové záväzky a dotácie	63 684	84 659	113 218	94 557	113 723
Iné záväzky	421	731	596	159 638	977
Krátkodobé rezervy	99 300	119 573	136 558	157 934	186 315
Ostatné rezervy	99 300	119 573	136 558	157 934	186 315
Časové rozlíšenie	0	0	0	7 505	0
Výdavky budúcich období krátkodobé				7 505	

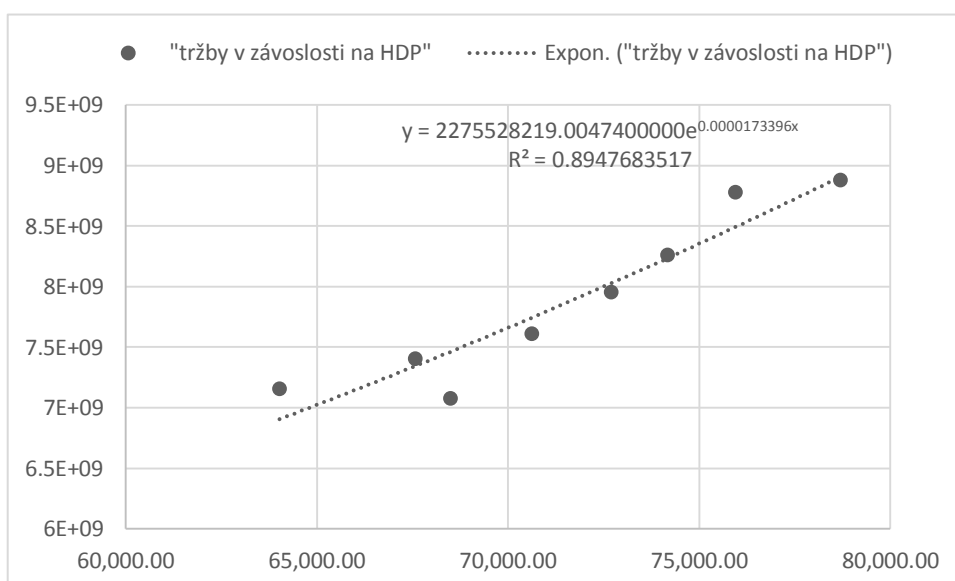
Príloha č. 3: Upravený výkaz ziskov a strát spoločnosti Koruna, s. r. o. za roky 2011-2015 (Zdroj: finstat.sk)

VÝKAZ ZISKOV A STRÁT	2011	2012	2013	2014	2015
Výnosy z hosp. čin. spolu súčet	26 809 360	29 653 678	32 210 334	34 759 630	35 812 286
Tržby z predaja tovaru	26 422 070	29 354 688	31 686 791	34 215 916	35 069 557
Tržby z predaja služieb	358 778	277 751	491 490	516 110	713 815
Tržby z predaja DNM, DHM a materiálu	4 288	125	4 720		8 834
Ostatné výnosy z hosp. činnosti	24 224	21 114	27 333	27 604	20 080
Náklady na hosp. činnosť spolu	26 596 996	29 520 235	32 081 612	34 567 520	35 661 927
Náklady vynaložené na obstaranie predaného tovaru	22 192 286	24 698 956	26 710 315	28 742 374	29 147 018
Spotreba materiálu, energie a ostatných neskladovateľných dodávok	942 010	995 762	993 639	823 364	861 489
Služby	1 009 555	985 295	1 027 395	1 243 439	1 523 686
Osobné náklady	2 367 614	2 732 076	3 229 147	3 631 026	3 992 927
Mzdové náklady	1 640 847	1 889 609	2 219 285	2 492 325	2 805 116
Náklady na sociálne poistenie	556 880	645 554	775 619	896 363	916 298
Sociálne náklady	169 887	196 913	234 243	242 338	271 513
Dane a poplatky	13 182	19 372	19 543	19 494	20 084
Odpisy DNM a DHM	31 069	43 869	72 197	77 344	87 369
Zostatková cena predaného DM a predaného materiálu	4 091		3 218		1 769
Opravné položky k pohľadávkam	3 755	-1 053	-6	339	-479
Ostatné náklady na hospodársku činnosť	33 434	45 958	26 164	30 140	28 064
VH z hospodárskej činnosti	212 364	133 443	128 722	192 110	150 359
Pridaná hodnota	2 636 997	2 952 426	3 446 932	3 922 849	4 251 179
Výnosy z finančnej čin. spolu	1 246	495	406	343	2 457
Výnosové úroky	1 240	495	175	335	2 457
Náklady na finančnú čin. spolu	44 814	60 883	86 258	116 706	126 711
Nákladové úroky	766	524	476	7 711	56
Kurzové straty				84	
Ostatné náklady na finančnú čin.	44 048	60 359	85 782	108 911	126 655
VH z finančnej činnosti	-43 568	-60 388	-85 852	-116 363	-124 254
VH za ÚO pred zdanením	168 796	73 055	42 870	75 747	26 105
Daň z príjmov	30 199	18 588	15 437	18 427	9 909
Daň z príjmov splatná	31 129	18 658	13 426	18 628	10 495
Daň z príjmov odložená	-930	-70	2 011	-201	-586
VH za ÚO po zdanení	138 597	54 467	27 433	57 320	16 196

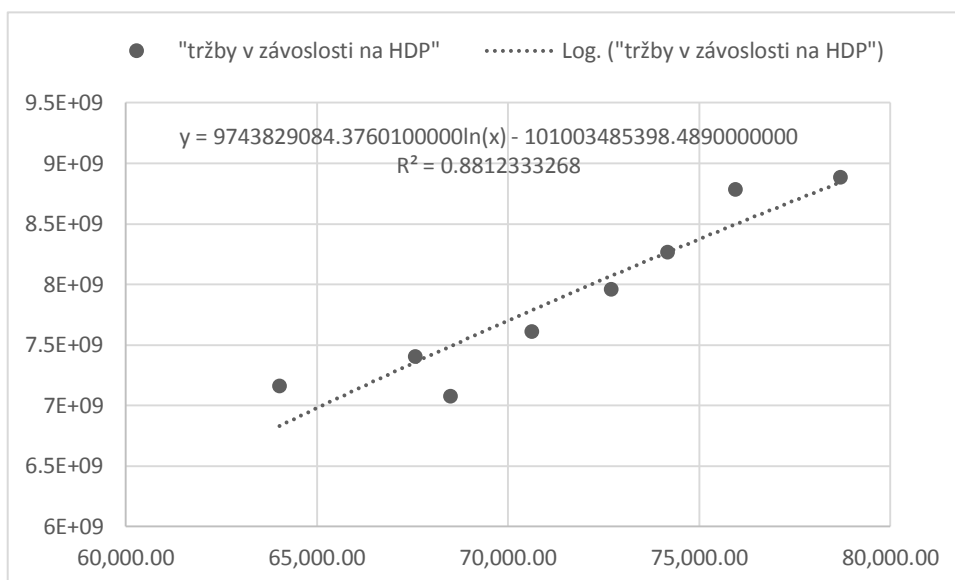
Príloha č. 4: Tržby trhu SR v závislosti na HDP vyjadrené lineárnou rovnicou (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov zo ŠÚSR)



Príloha č. 5: Tržby trhu SR v závislosti na HDP vyjadrené exponenciálnou rovnicou (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov zo ŠÚSR)



Príloha č. 6: Tržby trhu SR v závislosti na HDP vyjadrené logaritmickou rovnicou (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov zo ŠÚSR)



Príloha č. 7: Tržby trhu SR v závislosti na HDP vyjadrené kvadratickou rovnicou (Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov zo ŠÚSR)

